

ECONOMIC PAPERS

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES • DIRECTORATE-GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS

N° 26

Janvier 1984

Actifs financiers et distorsions des
flux sectoriels dues à l'inflation:
le cas de l'Italie

Angelo REATI*

Document interne



"Economic Papers" are written by the Staff of the Directorate-General for Economic and Financial Affairs, or by experts working in association with them. The "Papers" are intended to increase awareness of the technical work being done by the staff and to seek comments and suggestions for further analyses. They may not be quoted without authorisation. Views expressed represent exclusively the positions of the author and do not necessarily correspond with those of the Commission of the European Communities. Comments and enquiries should be addressed to

The Directorate-General for Economic and Financial Affairs,
Commission of the European Communities,
200, rue de la Loi
1049 Brussels, Belgium

ECONOMIC PAPERS

N° 26

Janvier 1984

Actifs financiers et distorsions des
flux sectoriels dues à l'inflation:
le cas de l'Italie

Angelo REATI*

Document interne

* Administrateur principal à la Direction générale des Affaires économiques et financières de la Commission des Communautés européennes.
L'auteur remercie les membres du groupe de travail de la DG II sur la "comptabilité d'inflation", M. Vergili ainsi que M. Ph. De Villé de l'Université de Louvain.

R E S U M E

Le but du travail est de contribuer à une meilleure prise en compte des phénomènes d'inflation en calculant, dans le cas de l'Italie et pour la période 1965-1980, les gains ou les pertes sur les encours monétaires nets des secteurs institutionnels (ménages, entreprises non financières, crédit et assurances, administrations publiques, reste du monde). Cette estimation des gains et des pertes résultant de l'inflation est ensuite utilisée pour corriger certains ratios qui sont significatifs aussi bien pour l'analyse que pour la politique économique. Il s'agit notamment du taux d'épargne des ménages, du taux d'autofinancement des entreprises, de la part des profits dans la valeur ajoutée des entreprises, du besoin de financement des administrations publiques, du solde de la balance des paiements courants de l'Italie. Les résultats modifient radicalement les appréciations que l'on pouvait donner sur la base de chiffres purement nominaux. C'est ainsi, par exemple, que le taux d'épargne corrigé des ménages n'augmente guère, que la situation des entreprises en matière d'autofinancement apparaît notablement meilleure et que l'on ne constate plus la dégradation du besoin de financement des administrations publiques en termes nominaux.

TABLE DE MATIERES

	<u>Page</u>
I <u>Introduction</u>	2
<u>Première partie</u>	
II <u>Vue d'ensemble du patrimoine financier du pays</u>	4
Evolution et structure par secteur	4
Structure du portefeuille des secteurs	10
<u>Deuxième partie</u>	
III <u>Gains et pertes résultant de l'inflation</u>	15
Les pertes des secteurs créditeurs et leur imputation au reste de l'économie	20
Les gain des secteurs débiteurs	25
<u>Troisième partie</u>	
IV <u>Correction de quelques ratios financiers significatifs</u>	28
Ménages	28
Entreprises non financières	29
Administrations publiques	36
Reste du Monde	40
V <u>Conclusions</u>	41
<u>Annexe 1: Sources et méthodes</u>	44
<u>Annexe II: Les données de base</u>	48
Références bibliographiques	56

Liste des tableaux

1. Ventilation par secteur des actifs financiers	5
2. Soldes financiers nets	6
3. Principaux ratios financiers	8
4. Structure des encours financiers	11
5. Ratios financiers relatifs aux entreprises	13
6. Gains et pertes résultant de l'inflation en % du PIB	21
7. Rendement ou coût des patrimoines financiers	24
8. Indices des prix par secteur	26
9. Gains résultant de l'inflation	27
10. Correction du taux d'épargne des ménages	29
11. Correction de quelques ratios relatifs aux entreprises non-financières	33
12. Correction du besoin de financement et des intérêts de la dette des administrations publiques	38
13. Solde de la balance des paiements courants	40
A1. Actifs et passifs financiers ménages	48
A2. Entreprises non financières	49
A3. Institutions financières	50
A4. Administrations publiques	51
A5. Reste du monde	52
A6. Cours des obligations	53
A7. Structure du portefeuille des obligations détenues par les secteurs	54
A8. Gains et pertes résultant de l'inflation	55

Liste des graphiques

1. Rendement ou coût des patrimoines financiers	23
2. Epargne net en % du revenu disponible	30
3. Entreprises non financières : taux d'autofinancement	30
4. Entreprises non financières : part des profits bruts dans la valeur ajoutée	35
5. Entreprises non financières : part de l'endettement dans la valeur ajoutée	35
6. Administrations publiques : part dans le PIB du besoin de financement non-corrigé et corrigé	39
7. Balance des paiements courants en % du PIB	39

I INTRODUCTION

Le but du présent travail - qui s'inscrit dans un ensemble de recherches consacrées tant aux aspects généraux de la "comptabilité d'inflation" (inflation accounting) qu'à ses applications à l'économie des principaux pays de la CE¹ - est d'estimer les gains et les pertes réalisées, du fait de l'inflation, sur les encours monétaires² des secteurs institutionnels³.

Jusqu'à présent, le thème de la "comptabilité d'inflation" a été développé presque exclusivement dans le cadre du paradigme néo-classique. Ceci ne doit néanmoins pas être considéré comme une limite de la recherche empirique ici présentée, car les éléments statistiques qui en ressortent pourraient très bien être utilisés dans des analyses de l'inflation qui s'inspirent d'autres schémas théoriques.

Le travail est divisé en trois parties. La première - qui sert d'introduction aux aspects plus centraux des parties ultérieures - donne une vue d'ensemble de l'évolution du patrimoine financier en Italie, du point de vue tant des secteurs propriétaires que du type d'instrument financier. Cela permet notamment d'apprécier l'importance des intermédiaires financiers et fait ressortir les principaux changements apportés à la structure du patrimoine des secteurs par l'ampleur croissante du besoin de financement des administrations publiques.

¹ On trouvera des rapports analogues pour la France (Baché 1983), l'Allemagne (Wittelsberger 1983), le Royaume-Uni (Connolly 1983) et la Belgique (Lennan 1983), ainsi qu'un rapport général (Cukierman et Mortensen (1983) et une étude sur les transferts de richesse entre créanciers et débiteurs résultant de l'inflation (Cukierman, Lennan, Papadia 1983).

² Le terme "encours monétaires" s'applique aux actifs et passifs financiers autres que les actions et l'or monétaire. Par "encours financiers", on entend encours monétaires plus les actions et l'or.

³ Les secteurs retenus sont: a) les ménages, b) les entreprises non-financières, c) les institutions de crédit et les entreprises d'assurances, à l'exclusion des autorités bancaires centrales, d) les administrations publiques, y compris la Banque centrale, e) le reste du monde. La définition des secteurs a, b et e coïncide avec celle des comptes nationaux. Celle des secteurs c et d s'en écarte, du fait que, dans la classification fonctionnelle de la comptabilité nationale, la Banque centrale est incorporée dans le secteur c.

La deuxième partie présente une estimation de l'érosion monétaire exercée sur les actifs et passifs monétaires des secteurs. Cette estimation peut être effectuée de deux points de vue, qui se traduisent par l'utilisation soit d'un seul, soit de plusieurs indices de prix pour le calcul des gains ou des pertes. La première optique consiste à se placer au point de vue du principal secteur créancier (les ménages), afin d'établir dans quelle mesure la perte de pouvoir d'achat de ses actifs nets donne lieu à des gains pour les autres secteurs (notamment les administrations publiques et les entreprises). La seconde optique prend aussi en considération l'avantage direct des secteurs débiteurs, pour lesquels la hausse des prix de vente de leurs produits (ou la croissance de leurs recettes entraînée par l'inflation) allège le service de la dette.

Les montants de gains et de pertes ainsi obtenus sont utilisés, dans la troisième partie, pour corriger des rapports significatifs, qui sont importants tant pour l'analyse du comportement des secteurs que pour la politique économique. C'est ainsi que, pour les ménages, on prend en considération la part de l'épargne par rapport au revenu disponible. Pour les entreprises, on considère le taux d'auto-financement (c'est à dire la part de l'épargne par rapport aux investissements), la part de l'épargne et des profits sur la valeur ajoutée ainsi que la part des flux d'endettement⁴ par rapport à la valeur ajoutée et aux profits bruts⁵. Pour les administrations publiques, on corrige notamment le besoin de financement. Cet agrégat, qui est tout d'abord pris au sens des comptes nationaux, est ensuite modifié de façon à mettre en évidence la contribution potentielle du déficit public à l'inflation ainsi que l'"effet d'éviction" du secteur privé, qui résulte du poids grandissant de la dette publique. L'estimation des gains du reste du monde est enfin utilisée pour corriger le solde de la balance des paiements courants de l'Italie.

⁴ Le flux d'endettement est le solde du compte de la formation de capital dans les comptes nationaux. Il est donc égal à la différence entre l'épargne et l'investissement du secteur.

⁵ Dans ce texte le terme "profits bruts" est synonyme de l'"excédent brut d'exploitation" figurant dans les comptes nationaux, et qui s'obtient par différence entre la valeur ajoutée et les salaires.

Cet exercice fait ressortir des évolutions "effectives" parfois très différentes de celles que montrent les données non corrigées, notamment quant à l'ampleur de la dette publique ainsi qu'à la rentabilité et l'épargne des entreprises. Cette meilleure prise en compte des phénomènes d'inflation permet ainsi d'affiner notre jugement de la politique économique et fournit le support empirique pour une "relecture" de l'évolution de l'économie italienne au cours des quinze dernières années.

La description de la source des données (les comptes des encours financiers de la Banca d'Italia et la comptabilité nationale) et des méthodes d'estimation figure en annexe.

Première Partie

II Vue d'ensemble du patrimoine financier du pays

Evolution et structure par secteur

1. L'ensemble des actifs financiers⁶ des secteurs résidents se chiffrait, en 1965, à 84560 mrd Lit (moyenne annuelle)⁷, et à 909347 mrd Lit en 1980. Si on élimine les duplications représentées par les actifs du secteur du crédit (y compris, dans ce cas particulier, la Banque centrale), on obtient 47472 mrd Lit en 1965, soit 1,3 fois le PIB, et 608179 mrd Lit en 1980, soit 1,8 fois le PIB.

La structure des patrimoines financiers par secteur propriétaire est restée relativement stable au cours de la période considérée (cf. Tableau 1). Les ménages ont détenu, jusqu'en 1974, une part des actifs totaux se chiffrant autour de 60%. A partir de 1975, ce pourcentage a commencé à fléchir, au bénéfice des administrations publiques.

⁶Y compris les actions et l'or financier (voir ci-dessus la définition du terme "actifs financiers"). Dans les chiffres utilisés dans ce paragraphe les obligations sont à la valeur faciale, tandis que dans le reste du travail elles sont toujours aux prix du marché. Ces montants ont été estimés, selon le procédé décrit en annexe, à partir des cours moyens figurant dans les statistiques de la Banca d'Italia.

⁷Sauf indication contraire, les données relatives aux encours financiers et monétaires, et aux ratios relatifs, se réfèrent à la moyenne annuelle (moyenne arithmétique des encours à fin décembre d'une année et de l'année précédente).

Tableau 1 : Ventilation par secteur des actifs financiers^{*8}
en %

	1965	1967	1970	1973	1975	1977	1978	1979	1980
Ménages	59,2	59,0	61,2	60,3	58,7	56,2	56,7	57,0	56,0
Entreprises non-finan.	23,6	26,7	25,0	25,9	24,5	24,1	23,2	23,5	23,9
Administr. publiques ^{**}	17,2	14,3	13,8	13,8	16,8	19,8	20,1	19,5	20,1
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100

* Obligations à la valeur nominale

** Sans Banque centrale, mais incluant l'or

Pour avoir une idée de l'importance des intermédiaires financiers on peut rapporter leurs actifs à la dimension du marché financier, qui s'obtient en additionnant les actifs de tous les secteurs (ce qui inclut, donc, la duplication déjà signalée). On constate que la part de ce secteur ne change pas de façon substantielle sur les quinze ans considérés: en 1965 elle s'établit à environ un tiers; elle croît de 1968 à 1975, en coïncidence avec l'accélération de l'inflation (en 1975 elle atteint 37,9%), et redescend à 35% en 1980.

⁸ Pour alléger la présentation, certaines années sont omises dans ce tableau et dans d'autres; mais la description donnée dans le texte tient compte de toutes données.

Tableau 2 : Soldes financiers nets*
Encours moyens - mrd.Lit

Actifs		P a s s i f s					Ecart Statistique
Ménages		Entre- prises	Crédit et Assurances	Administ. publiques	Reste du Monde	Total	
1965	28193	16719	382	9651	2512	29264	-1071
1966	33040	20306	430	11110	2869	34715	-1675
1967	37378	23246	559	12118	3475	39398	-2020
1968	41837	25025	720	13496	4758	43999	-2162
1969	47657	28403	894	15134	5892	50324	-2667
1970	53511	31742	980	17359	6792	56874	-3363
1971	59868	34593	1101	20891	7530	64116	-4248
1972	69352	37532	2105	25697	8170	73504	-4152
1973	80947	43818	3123	31450	7310	85701	-4754
1974	90320	52961	2990	37741	3458	97151	-6831
1975	102972	60995	-2417	49346	-53	107871	-4899
1976	122200	68255	-7339	63688	-196	124406	-2206
1977	146045	74565	-5414	81198	1761	152110	-6065
1978	182482	84172	-4780	103891	8414	191697	-9215
1979	225567	95205	-8340	127963	18705	233534	-7967
1980	276742	121654	-10262	151892	30943	294227	-17485

* Actions et or compris

2. Si l'on tient compte des patrimoines financiers nets, on remarque qu'ils sont actifs pour un seul secteur (ménages) (cf. le Tableau 2). Les institutions de crédit et assurances ont néanmoins accusé des actifs nets au cours des six dernières années, et le reste du monde en 1975 et 1976. Si, par contre, on ne considère que les actifs monétaires nets (en excluant ainsi les actions et l'or financier) le tableau se modifie en ce sens que le secteur crédit et assurances devient créancier net (sauf de 1972 à 1974) (cf. le tableau A.3 en annexe).

La croissance des actifs financiers nets des ménages, de 1965 à 1980, a été plus rapide que celle du PIB et de la consommation privée. C'est ainsi qu'en 1965, par exemple, les actifs nets de ce secteur étaient légèrement supérieurs (de 13,3%) à la consommation privée, tandis qu'en 1980 ils la dépassaient de 30,1%.

Par rapport au revenu disponible (cf. le Tableau 3) les actifs financiers nets de ce secteur ont montré une croissance sensible de 1965 à 1969⁹, suivie d'un déclin prononcé de 1973 à 1977. En 1977 et 1978, ils se sont établis à un niveau très proche du revenu disponible.

Le passif financier net des entreprises, de 1970 à 1975¹⁰, a correspondu à près d'une fois et demie la valeur ajoutée du secteur; après la diminution de 1976 (où ce coefficient était retombé à 1,2), il s'est stabilisé aux alentours du montant de la valeur ajoutée.

En excluant les actions, on remarque que le passif net - qui en 1970 était inférieur de 11% à la valeur ajoutée sectorielle - a fluctué autour du niveau de celle-ci de 1971 à 1975, pour se réduire notablement au cours des cinq dernières années, le passif net de 1980 étant inférieur à la valeur ajoutée de 29%. Le tableau 3 fait ressortir que ce passif monétaire a dépassé considérablement l'excédent brut d'exploitation des entreprises (plus de 4 fois de 1971 à 1974) avec un pic en 1975 (5,3 fois), qui s'explique par la chute de la rentabilité en cette année de crise¹¹. La baisse très sensible du ratio en question, de 1976 à 1980, est à mettre en relation avec la remontée presque aussi importante du taux de profit¹².

Les institutions de crédit et les assurances n'ont détenu que des passifs financiers nets négligeables jusqu'au début des années soixante-dix et, comme il a été remarqué, leur solde est devenu positif depuis 1975.

⁹ À partir de 1970 il y a rupture dans la série de revenu disponible des ménages.

¹⁰ Les données antérieures à 1970 de la valeur ajoutée de ce secteur, qui soient comparables aux plus récentes, ne sont pas disponibles.

¹¹ Dans l'industrie, le taux du profit était tombé, en 1975, à son niveau le plus bas des trente dernières années (cf. Reati (1982))

¹² Pour ce qui est de l'industrie, cf. Reati (1982) et Barbone, Bodo et Visco (1981)

Tableau 3 - Principaux ratios financiers^a
(en % du PIB)

	1965	1967	1970	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
<u>Ménages</u>												
Actif net ^b	108,9	122,8	118,3	125,0	123,0	112,8	107,6	104,7	102,7	107,8	111,9	113,0
<u>Entreprises non-financières</u>												
Passif monétaire net ^c	.	.	374,4	429,9	402,7	406,9	528,3	412,7	383,0	372,3	290,1	255,0
<u>Administrations publiques</u>												
Passif total	54,2	55,7	55,7	64,0	65,1	64,2	71,8	73,5	78,3	84,8	85,7	84,3
Actif total	29,5	29,8	28,1	29,7	30,0	30,1	32,5	32,9	35,6	38,1	38,2	39,2
Dette publique ^d	11,3	12,7	11,4	14,4	14,1	12,3	13,7	13,5	17,9	25,8	29,7	30,3
Passif monétaire net	31,5	33,1	35,0	42,2	42,8	41,1	45,6	48,0	52,1	57,1	57,8	57,4
<u>Reste du monde</u>												
Actif de l'Italie	19,8	23,0	29,9	35,3	35,9	29,0	24,3	22,8	23,2	24,6	25,8	29,4
dont:												
moyens de paiement intern.	4,2	4,4	3,5	2,9	2,5	1,9	1,5	3,2	4,8	5,0	5,3	7,6
Passif de l'Italie	13,4	15,5	19,1	24,4	27,7	25,9	24,4	22,9	22,3	20,8	18,9	20,2
Actif net de l'Italie	6,4	7,4	10,8	10,9	8,1	3,1	0,0	-0,1	0,9	3,8	6,9	9,2
Actif net, sans les moyens de paiement internationaux	2,2	3,0	7,3	8,0	5,6	1,2	-1,5	-3,3	-3,9	-1,2	1,6	1,6

^a sauf indication contraire, les ratios de ce tableau concernent les actifs ou passifs financiers, qui incluent les actions et l'or financier. Quand ce n'est pas le cas, on utilise l'adjectif "monétaire"

^b en pourcentage de revenu disponible

^c en pourcentage de l'excédent brut d'exploitation

^d dette publique = obligations + bons négociables

Le passif monétaire net des administrations publiques (12333 mrd Lit en 1965 et 193809 mrd Lit en 1980) - qui déjà au départ représentait 31,5% du PIB (voir le Tableau 3) - a presque doublé en importance relative au cours de la période considérée, pour atteindre en 1980 57,4 % du PIB¹³. Sa progression s'est poursuivie tout au long de la période, et ce n'est qu'en 1980 que son poids dans l'économie italienne paraît s'être stabilisé. Le développement considérable du besoin de financement du secteur au cours des dernières années a entraîné une évolution analogue de la dette publique (obligations et bons négociables), qui, en 1980, s'est élevée à 30,3% du PIB, contre 11,4 % en 1970.

Les comptes financiers du reste du monde se sont soldés par un passif net qui, en valeur absolue, a augmenté jusqu'en 1972 (cf. le Tableau A.5 en annexe); la tendance s'est ensuite inversée, jusqu'à aboutir en 1976 à un excédent net. Le passif financier est réapparu au cours des quatre dernières années et a pris une certaine ampleur en 1980¹⁴. Cette évolution en valeur absolue a été tout à fait parallèle à celle de la part dans le PIB (ligne "actif net de l'Italie" du tableau 3). Le doublement de la part des moyens de paiement internationaux, observée en 1976, est dû au changement des critères de comptabilisation de l'or (cf. annexe). A remarquer la diminution de l'importance du passif du reste du monde par rapport aux importations de biens et services: près de 50 % au début de la période, seulement 33% en 1980.

¹³ Le passif financier net s'est situé à des niveaux inférieurs (24,7% du PIB en 1965 et 45% en 1980), du fait de l'or de la Banca d'Italia et des actions détenues notamment par le Trésor.

¹⁴ Il s'est chiffré à 30943 mrd Lit, soit 9,2 % du PIB; cf. le tableau 3

Structure du portefeuille des secteurs

3. Pour tous les secteurs, la structure de leurs encours financiers a subi de notables changements au cours des quinze dernières années. Le tableau 4 en donne une vue globale en se référant aux années extrêmes. On remarque que, du côté des actifs, les instruments dont, d'une manière générale, le poids relatif dans le portefeuille des secteurs a accusé les modifications les plus prononcées sont les dépôts et les obligations. La structure du passif a été moins instable, ce qui tient notamment au nombre limité des postes. Ici également ce sont les obligations dont le poids relatif a varié le plus sensiblement; dans certains secteurs, il en a été de même pour les crédits.

4. L'évolution des actifs des ménages fait ressortir, pour les années soixante-dix, une nette préférence pour les moyens plus liquides (dépôts, bons négociables). En effet, la part de ces actifs, demeurée assez stable jusqu'en 1970, a ensuite augmenté considérablement, avec un bond en 1974 (57% du total, contre 51,3% en 1973 et 45,4% en 1970). Cette hausse s'est produite surtout au détriment des obligations et des actions, dont la part dans les actifs s'est réduite de moitié dans les années soixante-dix. L'affaiblissement de la propension à investir dans ce type d'actifs est probablement à rapprocher des pertes en capital résultant de la baisse des cours de ces titres dans les années considérées (cf. le tableau A.6 en annexe pour ce qui est des obligations).

L'importance accrue des bons négociables (BOT), à partir de 1977¹⁵, est sans doute attribuable à une tentative des ménages de se protéger contre l'inflation en investissant dans un actif dont le rendement augmente presque dans la même mesure - sinon davantage - que les prix¹⁶. Cette progression de la part des BOT s'est effectuée au détriment de la part des dépôts (qui, de 67,6% en 1977, est tombée à 61,5% en 1980), les banques n'ayant pas jugé avantageux de majorer les taux d'intérêt sur les dépôts pour concurrencer les BOT. Cette récente réduction de la part de l'épargne des ménages absorbée par le secteur du crédit a été appelée en Italie "désintermédiation bancaire".

¹⁵ En 1966, les BOT ne représentaient que 0,9% des actifs; en 1977, leur part est passée à 2,2% et au cours des années suivantes elle s'est accrue régulièrement jusqu'à atteindre 7,7% en 1980 (voir le tableau 4)

¹⁶ En 1981, par exemple, le taux d'intérêt des BOT a dépassé le taux d'inflation

Tableau 4 : Structure des encours financiers

	Ménages		Entreprises non-financ.		Crédit et Ass.		Administrations publiques		Reste du Monde	
	1965	1980	1965	1980	1965	1980	1965	1980	1965	1980
CREANCES										
Monnaie	9,9	6,1	8,3	4,0	0,7	0,5	0,1	0,1		
Dépôts	43,3	61,5	80,4	60,4	4,8	1,8	5,0	23,3	0,8	1,0
Bons négociables	0,0	7,7	0,0	3,0	6,5	9,0	6,5	3,9		
Crédits			1,0	26,0	74,2	62,7	49,1	35,5	47,7	81,6
Obligations	15,3	7,9	3,0	0,8	6,6	11,7	13,3	3,4	0,8	0,9
Réserves techniques	8,8	6,2	1,0	1,2					0,9	0,0
Autres	7,7	2,6	0,7	1,2	0,1	2,2	0,9	0,0	5,5	0,4
Réserves a/s Banque centrale					5,3	9,6				
Moyens de paiement internationaux *							1,9	0,4		
Or							12,2	19,0		
Actions	15,2	8,0	5,6	3,4	1,8	2,5	11,0	14,4	44,3	16,1
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
DETTES										
Monnaie							19,9	8,9	0,1	0,0
Dépôts			0,0	1,3	66,8	75,1	21,8	15,4	4,2	12,0
Bons négociables							9,0	20,1	10,1	5,2
Crédits							20,0	12,2	17,1	38,9
Obligations	100	100	65,3	76,9	12,2	14,7	11,9	15,9	5,2	2,1
Réserves techniques			9,0	5,1	10,0	2,3	8,0	3,8		
Autres			0,0	0,3	3,8	2,8	2,0	11,5	30,1	8,8
Réserves a/s Banque centrale					2,9	0,0	7,4	11,4		
Moyens de paiement internationaux *									2,8	0,6
Or									18,2	25,4
Actions			25,7	16,4	4,3	5,1	0,0	0,8	12,2	7,0
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

* autres que l'or

Les modifications intervenues dans la structure des actifs des entreprises non-financières sont en étroite corrélation avec l'élargissement de l'ouverture de l'économie italienne vers l'extérieur. En effet, l'importance croissante des exportations¹⁷ a requis une augmentation considérable des crédits accordés à l'étranger, ce qui a réduit la part des actifs liquides (monnaies et dépôts). La structure du passif est restée relativement stable, avec néanmoins, dans les années soixante-dix, des différences de dynamique par rapport à la période précédente. C'est ainsi que, depuis 1974, la part des crédits reçus est en hausse, tandis qu'au cours de la période précédente il y avait eu une baisse initiale (de 65,4% en 1965 à 60,7% en 1966), suivie d'une croissance par paliers. L'évolution de la part des obligations révèle un moindre recours des entreprises à ce moyen de financement pendant les dernières années. Il en a été de même pour les actions, dont la part a diminué considérablement au cours des années soixante-dix, tombant de 22,4% en 1970 à 10,2% en 1977. Cette évolution reflète les difficultés rencontrées par les entreprises pour se procurer du capital à risque, du fait notamment de l'étroitesse et du caractère très spéculatif du marché des actions et en raison de la dégradation progressive du rendement de ces titres.

Les ratios figurant au Tableau 5 mettent en évidence la modification de la situation financière des entreprises. On remarque, en effet, un accroissement substantiel de l'endettement total (obligations et crédits bancaires à court et à long terme), devenu un multiple de plus en plus élevé du capital propre (actions)¹⁸. Autre signe concret: le fait que, jusqu'en 1975, les actifs liquides (monnaie et dépôts) ont diminué par rapport aux dettes.

¹⁷ La part dans le PIB des exportations de biens et services à prix courants est passée de 13,9% en 1965 à 22,9% en 1980. La progression en volume (aux prix de 1975) est analogue (de 13,6% à 24,1%).

¹⁸ Il convient néanmoins de remarquer que cet indicateur est peu significatif, du fait que le prix du marché des actions reflète très mal la valeur réelle de l'entreprise, telle qu'elle résulte du capital social et des réserves. On peut, en outre, douter de la qualité des données de base relatives aux actions, le changement méthodologique opéré en 1978 ayant fait apparaître que les niveaux retenus pour les années précédentes n'étaient pas réalistes. Toutefois, l'évolution temporelle telle que la retracent les chiffres en question devrait rester relativement correcte. La hausse de la valeur du marché des actions en 1978 résulte de l'élargissement de l'échantillon qui sert de base pour cette estimation. L'échantillon utilisé jusqu'alors donnait un poids considérable aux grandes sociétés, qui ont été caractérisées par une évolution négative des cours et d'importantes augmentations de capital, tandis que l'échantillon actuel inclut toutes les actions cotées en bourse de Milan (cf. Relazione della Banca d'Italia 1979, Appendice, p. 151).

Tableau 5 : Ratios financiers relatifs aux entreprises

	1965	1967	1970	1973	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Endettement total ^a / capital social ^b	2,9	2,9	3,4	4,4	6,4	7,3	8,6	8,1	6,6	5,0
Crédits à court et à long terme / Capital social	2,5	2,5	2,9	3,8	5,8	6,7	7,9	7,5	6,1	4,7
Liquidités ^c / Endette- ment total	0,51	0,50	0,46	0,46	0,39	0,40	0,40	0,40	0,42	0,40

^aEndettement total = obligations et crédits bancaires à court et à long terme (stocks)

^bLes coefficients de 1979 et 1980 ne sont pas comparables avec ceux des années précédents, par suite des changements méthodologiques dans l'estimation de la valeur du marché des actions. Etant donné que les données de base se réfèrent à la moyenne annuelle des encours au 31 décembre, le coefficient de 1978 est affecté par le niveau de fin 1977, établi après un échantillon différent.

^cLiquidités = monnaie et dépôts (stocks)

6. Les comptes des administrations publiques font ressortir d'importants changements de structure (cf. le tableau 4). Du côté de l'actif, on observe notamment une progression sensible de la part des moyens liquides (dépôts) et une réduction régulière et très sensible de la part des obligations.

L'évolution de la part des moyens liquides est notamment à mettre en relation avec certains changements institutionnels (réforme de la fiscalité et création des régions). Le nouveau système fiscal ayant privé les collectivités locales de la possibilité de prélever des impôts, leur fonctionnement est désormais financé entièrement par l'administration centrale. Les collectivités locales ont ainsi reçu des transferts importants qui, n'ayant pas été utilisés tout de suite, ont gonflé leurs dépôts bancaires.

La réduction de la part des obligations - qui pour moitié environ sont détenues par les organismes de prévoyance sociale et pour le solde par la "Cassa depositi e prestiti" - s'explique par celle des ressources disponibles des premiers et par le fait que ce genre d'investissements s'est révélé de moins en moins attrayant, du fait de la baisse des cours et du rendement réel devenu négatif.

Au passif on remarque surtout:

- une baisse de la part des dépôts (livrets d'épargne postaux et CCP) au cours de la seconde moitié des années soixante-dix;
- des évolutions contrastées et largement complémentaires de la part des bons négociables (BOT: buoni ordinari del Tesoro) et de celle des obligations. De 1965 à 1970, le poids des premiers est tombé de 9,0% à 5,8%, tandis que celui des obligations a augmenté presque d'autant; de 1971 à 1980, le poids des bons négociables a triplé (pour atteindre 20,1% du passif), mais cette hausse n'a pas été compensée par une évolution en sens inverse des obligations. En 1978 et 1979, la part des obligations a augmenté, et ce au détriment des crédits.

Ces changements dans la structure des passifs financiers s'expliquent par l'accroissement considérable du besoin de financement qui a été observée à partir de 1971. Par leur nature, les BOT devraient être utilisés uniquement pour faire face à des difficultés de trésorerie, le véritable déficit budgétaire étant couvert par l'émission d'obligations ou par d'autres moyens (notamment des crédits à long terme). En fait, cette distinction n'a pas été respectée, de sorte que les BOT ont été affectés également au financement du déficit. Compte tenu des incertitudes sur les perspectives d'inflation, les administrations publiques n'ont donc pas jugé opportun, au cours de ces dernières années, de s'endetter à long terme à des taux d'intérêt considérés temporairement comme trop élevés.

L'importance prise par les "autres" passifs au cours des trois dernières années¹⁹ est à mettre en relation avec les "postes non-attribuables" des comptes de la Banca d'Italia.

7. Le reste du monde fait apparaître, tant à l'actif qu'au passif, une forte progression des crédits, liée à l'importance croissante du commerce extérieur dans l'économie italienne. La part de l'or s'est réduite sensiblement jusqu'en 1973 (année où elle est tombée à 5,6%, contre 18,7% en 1965); comme il a déjà été noté, la reprise récente est due à la réévaluation comptable de cet actif.

¹⁹En effet, jusqu'en 1977, la part des "autres passifs financiers" a fluctué autour de 2 à 3% du total

8. Les comptes des institutions de crédit reflètent, et en quelque sorte résumé, les mouvements observés dans les autres secteurs de l'économie.

C'est ainsi qu'au passif on constate un accroissement de la part des dépôts au cours de la seconde moitié des années soixante-dix, accroissement qui reproduit le mouvement analogue du compte des administrations. A l'actif on remarque une augmentation importante de la part des obligations, qui est également à mettre en relation avec les administrations publiques. En effet, d'une part les banques sont juridiquement tenues d'investir en obligations une fraction déterminée de leur portefeuille²⁰; d'autre part, au cours des dernières années, l'Etat a pris à sa charge les crédits bancaires accordés aux organismes de sécurité sociale, en donnant en contrepartie des titres publics.

La progression de la part des réserves obligatoires depuis 1975 reflète en symétrie inverse la dynamique des dépôts.

Deuxième partie

III GAINS ET PERTES RESULTANT DE L'INFLATION

1. L'estimation des gains et des pertes résultant de l'inflation a été effectuée sur la base des encours monétaires nets, excluant ainsi les actions et l'or financier. De ce fait, la situation de créancier ou de débiteur des secteurs, telle qu'elle ressort du Tableau 2, se trouve légèrement modifiée, le passif des institutions de crédit et d'assurance se transformant en actif.

L'appréciation des avantages ou des inconvénients découlant du fait d'être en position de débiteur ou de créancier net peut se concevoir selon deux optiques différentes. La première consiste à considérer la chose du point de vue des secteurs qui subissent l'érosion monétaire sur leurs actifs nets (essentiellement les ménages), en quantifiant la répartition de ces pertes, en signe opposé, parmi les autres secteurs. Il est dès lors indiqué d'effectuer le calcul en multipliant les encours nets par un indice des prix qui se réfère au secteur créancier principal (les ménages).

²⁰ A vrai dire, cette contrainte s'est surtout traduite par l'achat de titres des instituts spéciaux de crédit. Toutefois, dans la consolidation des comptes du secteur, ces obligations de l'actif ont été déduites du poste correspondant du passif, de sorte que les chiffres retenus concernent surtout les titres de l'Etat

L'autre optique est celle des secteurs débiteurs qui, grâce à l'inflation, voient s'alléger le poids de leurs dettes. En effet, ces secteurs ont, d'une part, un endettement fixé en termes nominaux, qu'ils remboursent avec une partie de leurs recettes. D'autre part, ces recettes elles-mêmes sont gonflées par l'inflation: pour les entreprises et le reste du monde, ce gonflement résulte de la hausse des prix de vente de leurs produits; pour les administrations publiques, du fait que la progression inflationniste des transactions et des revenus, qui entraîne d'ailleurs une croissance plus que proportionnelle de la ponction fiscale ("dérive fiscale").

Pour mesurer l'avantage en question, un seul indice des prix applicable à tous les secteurs n'est plus adéquat, et il convient d'utiliser un indice spécifique pour chaque secteur. En effet, l'avantage des débiteurs ne résulte pas de la hausse de la moyenne générale des prix, mais des mouvements des prix qui déterminent directement leurs ressources, dont une partie est affectée au remboursement des dettes²¹.

Le calcul de l'érosion monétaire sur les encours, effectué en utilisant des indices de prix spécifiques à chaque secteur, présente l'inconvénient de ne pas donner lieu à une somme algébrique nulle des gains et des pertes. Cet écart statistique - qui, après vérification, se révèle très limité - résulte de ce que les éléments qui ont servi de base à l'établissement des indices des prix des secteurs ne reflètent pas la structure de leurs encours monétaires par rapport au total. Toutefois, l'exercice en question présente deux avantages, qui rendent tout à fait acceptable l'inconvénient susmentionné.

Le fait de se placer également du point de vue des débiteurs fournit des compléments d'information utiles par rapport aux résultats obtenus en se fixant uniquement sur les ménages. Il permet, en outre, de tenir compte

²¹ Il faut donc qu'il s'agisse de prix de vente. Dans le cas des administrations publiques, il faut construire un indice spécifique reflétant l'accroissement des recettes résultant du seul fait de l'inflation. A remarquer que, dans le cas des secteurs débiteurs, le problème d'utiliser un indice des prix des "inputs" ne se pose pas, car, à la différence des ménages, ces secteurs n'ont pas un actif net que perd son pouvoir d'achat.

de l'aspect le plus significatif de l'inflation, qui lui donne son caractère déstabilisant, à savoir le changement des prix relatifs²². Ce lien entre l'inflation et changement des prix relatifs mérite un bref commentaire. Le fait que l'inflation est un phénomène de changement des prix relatifs, dont l'effet net est la hausse de la moyenne générale des prix, apparaît clairement si l'on considère un modèle "entrées-sorties", car on constate que toute hausse d'un des prix du système fait non seulement augmenter la moyenne générale des prix, mais se répercute de façon inégale sur tous les autres prix, du fait de la part différente des "inputs" dans la production de chaque marchandise. L'inflation est donc indissociable du changement des prix relatifs.

On pourrait néanmoins remarquer que, dans quelques cas particuliers, la hausse de certains prix pourrait être exactement compensée par la baisse d'autres prix: il y aurait donc changement des prix relatifs sans inflation. Toutefois, cet exemple théorique ne change en rien la nature de l'inflation; il signifie seulement que l'inflation n'est qu'un sous ensemble de l'ensemble "changement des prix relatifs"²³.

2. L'indice des prix qui a été choisi pour la première estimation (optique des ménages) est l'indice général des prix à la consommation²⁴. Les gains ou les pertes des différents secteurs ont ainsi été obtenus multipliant leur encours moyen net de chaque période par le pourcentage de variation de cet indice de décembre à décembre.

²² Pour un développement de cette thèse, cf. Convevole (1977), p.3-7 et 13-16. Cet auteur souligne la juxtaposition des deux systèmes des prix qui existent dans tout système économique, l'un relevant de la sphère de la production, l'autre de celle de la circulation des marchandises.

²³ Si nous désignons celui-ci par PR, et par IN les cas de changement des prix relatifs donnant lieu à une hausse de la moyenne générale des prix, nous avons:

IN²PR

²⁴ Le choix existe entre au moins trois indices de prix à la consommation: a) le coût de la vie; b) les prix à la consommation; c) les prix implicites de la consommation des ménages. Le premier n'a pas été retenu parce qu'il se réfère à une définition des ménages (famille type d'ouvriers et d'employés) différente de celle adoptée dans la présent travail. Le troisième indice couvre exactement la notion de "ménages" au sens de la comptabilité nationale. Se référant à des valeurs moyennes de l'année, il présente néanmoins l'inconvénient de ne pas permettre d'attribuer les variations annuelles à un mois précis et, en tout cas, il ne donne pas la variation du début à la fin de l'année (mais plutôt celle d'environ la moitié de l'année par rapport à la même période de l'année précédente). On a choisi le deuxième indice parce qu'il est mensuel et que le panier sur lequel il est construit est très proche de la structure de la consommation privée dans les comptes nationaux.

Dans la seconde estimation (optique des secteurs débiteurs), on a choisi, pour les entreprises non-financières, l'indice général des prix de gros, qui devrait refléter correctement la composante "prix" de leurs recettes. Pour le reste du monde, on a adopté l'indice des prix implicites des importations de l'Italie, qui devrait, lui aussi, donner une bonne approximation de la croissance des recettes du reste du monde découlant de la hausse des prix. Pour le "crédit et assurances"-secteur qui, ayant un (faible) actif net, a un problème de perte de pouvoir d'achat - il faudrait un indice des prix de ses achats. Cet indice n'étant pas disponible, on a utilisé celui des prix implicites de la valeur ajoutée du secteur, qui devrait se rapprocher suffisamment de l'évolution recherchée. En effet, les prix de la valeur ajoutée étant l'effet net de l'évolution des prix de vente et des prix des consommations intermédiaires, ils ne reproduisent la dynamique de ces derniers que dans la mesure où il y a parallélisme entre les prix des achats et les prix des ventes. Autrement dit, la translation des coûts sur les prix doit être complète et, d'autre part, les entreprises ne doivent pas augmenter leurs profits par une hausse des prix de vente supérieure à celle des coûts. Dans le cas du secteur "crédit et assurances" la translation des coûts sur les prix s'est certainement effectuée, car il s'agit d'un secteur à l'abri de la concurrence internationale. Il est par contre probable que le pouvoir sur le marché, detenu par les entreprises du secteur, leur a permis d'accroître leurs prix de vente dans une mesure supérieure à l'augmentation des coûts. Très vraisemblablement, les prix de la valeur ajoutée surestiment donc la dynamique des coûts. Pour l'estimation effectuée dans le présent travail, cet inconvénient ne semble pas être majeur.

Le cas des administrations publiques ne se prête pas à une solution du même genre que celle qui est applicable aux entreprises, car ici il s'agit de trouver une indice qui rende compte de la croissance des recettes découlant de la hausse des prix. Le problème est compliqué du fait que la croissance nominale de cet agrégat ne dépend pas uniquement de la production et des revenus nominaux, mais aussi des changements dans la législation, qui ont été très importants depuis 1974. Il s'agit donc de séparer, dans la progression des rentrées fiscales, la partie "discrétionnaire" (résultant des nouvelles lois) de la partie "automatique", liée à la hausse des prix. En ce qui concerne ce dernier aspect, il faut notamment distinguer

trois types d'impôts: a) les impôts proportionnels (TVA), dont le produit s'accroît dans la même mesure que les prix; b) les impôts progressifs (impôt sur le revenu des personnes physiques: IRPEF), dont les recettes globales augmentent de façon plus que proportionnelle à la hausse des prix, le gonflement des revenus imputable à l'inflation faisant glisser ceux-ci dans les tranches d'imposition supérieures ("dérive fiscale"); c) les impôts fixes (impôts sur l'essence, le tabac, etc.), dont les rentrées ne sont pas liées à la hausse des prix, mais qui, en fait, sont régulièrement majorés.

De tous ces aspects, il ressort que l'estimation d'un indice des "prix implicites des recettes fiscales", reflétant de façon adéquate le phénomène de la "dérive fiscale", présenterait un degré d'incertitude assez élevé. Il a donc paru préférable de ne pas procéder, dans cette étude, à une telle estimation, tout en soulignant l'importance du problème et l'intérêt de se placer également au point de vue des administrations publiques pour mesurer l'avantage qu'elles retirent de l'inflation.

3. Il faut souligner que l'estimation des gains et des pertes ici présentée ne constitue que la limite supérieure des transferts de richesse entre secteurs résultant de l'inflation; en effet, les transferts effectifs sont moins importants, du fait des intérêts reçus, dont une partie est destinée à rembourser les pertes en capital entraînées par l'inflation.

En prenant l'exemple des ménages, il est évident que, si le taux d'intérêt nominal était constamment supérieur au taux d'inflation, le problème ne se poserait pas, les ménages étant, en ce cas, entièrement dédommagés de la perte du pouvoir d'achat de leurs actifs.

En fait, le problème se pose, car, sur la période considérée, le taux d'intérêt réel a presque toujours été négatif²⁵, l'écart entre la hausse des prix et le taux d'intérêt moyen perçu par les ménages s'étant considérablement élargi au cours des années soixante-dix. Etant donnée qu'il n'existe pas d'éléments permettant de ventiler le taux d'intérêt nominal entre ses deux composantes ("intérêt réel" et "compensation de la hausse des prix"), on s'est limité à calculer les seuls effets directs de l'inflation (pertes et gains potentiels bruts), tout en étant parfaitement conscients qu'ils surestiment les transferts effectifs de richesse entre secteurs.

Les pertes des secteurs créditeurs et leur imputation au reste de l'économie

4. Le tableau 6 présente les résultats du premier exercice, en faisant ressortir les pertes des ménages et du secteur du crédit sur leurs actifs monétaires nets en pourcentage du PIB, ainsi que leur imputation aux secteurs qui, du fait d'avoir des passifs nets, sont bénéficiaires.

Dans la seconde moitié des années soixante, les pertes des ménages ont été relativement faibles, tant en valeur absolue que par rapport au PIB ou à l'épargne des ménages²⁶, l'inflation au cours de cette période ayant été modeste. Dans les années soixante-dix, par contre, ces pertes sont devenues considérables, absorbant en moyenne un peu plus de la moitié de l'épargne brute de ce secteur institutionnel, et 64% de son épargne nette. En 1974 - année où l'inflation a atteint son record absolu (+24,5%) - ces pertes ont même dépassé (de 19,6%) l'épargne nette, et ont presque égalé l'épargne brute. Il en a été de même en 1980, les pertes ayant été supérieures de 11% à l'épargne nette.

Jusqu'en 1971, les transferts potentiels de richesse dont ont bénéficié les entreprises et les administrations publiques ont été à peu près de même ampleur en valeur absolue. En tenant compte du fait que le poids des administrations publiques dans l'économie est de 11 à 12%, et que celui des entreprises non financières dépasse 80%, cela signifie que le premier secteur s'est taillé la part du lion dans la répartition des transferts de richesse en question. Cet avantage s'est accru considérablement au cours notamment des cinq dernières années et a atteint son maximum en 1980, année où les transferts potentiels à imputer aux administrations publiques ont dépassé le double des transferts en faveur des entreprises.

²⁵ Les années où le taux d'intérêt (nominal) moyen pondéré des actifs des ménages a dépassé le taux d'inflation ont été 1967 à 1969, et 1971. Cf. COTULA et MASERA (1980) tableau 2, p. 534.

²⁶ Les pertes en question se sont chiffrées en moyenne à:
- 16,5% de l'épargne nette des ménages de 1965 à 1969;
- 52% de l'épargne nette et 42% de l'épargne brute de 1970 à 1975;
- 79% de l'épargne nette et 63% de l'épargne brute de 1976 à 1980.

TABEAU 6 : Gains et pertes résultant de l'inflation en % du PIB (*)

(sur encours monétaires nets moyens - déflateur : prix à la consommation)

	P E R T E S			G A I N S			
	Ménages	Crédit et assurances	Total	Entreprises	Administr. publiques	Reste du monde	Total
1965	2,0	0,0	2,0	0,8	1,0	0,2	2,0
1966	1,5	0,0	1,5	0,6	0,8	0,2	1,6
1967	2,0	0,0	2,0	0,9	1,0	0,3	2,2
1968	0,7	0,0	0,7	0,3	0,3	0,1	0,7
1969	3,1	0,0	3,1	1,3	1,5	0,5	3,3
1970	3,9	0,0	3,9	1,7	1,9	0,6	4,2
1971	3,6	0,0	3,6	1,6	1,8	0,5	3,9
1972	6,3	0,0	6,3	2,6	3,1	0,8	6,5
1973	10,3	-0,1	10,2	4,3	5,4	1,1	10,8
1974	18,6	0,0	18,6	8,7	10,1	1,0	19,8
1975	8,8	0,5	9,3	4,3	5,1	0,2	9,6
1976	16,7	1,6	18,3	7,8	10,6	-0,2	18,2
1977	9,6	0,7	10,3	4,1	6,6	-0,2	10,5
1978	9,2	0,6	9,8	3,6	6,6	0,0	10,2
1979	14,8	1,1	15,9	5,1	10,9	0,5	16,5
1980	16,0	1,2	17,2	5,4	12,2	0,6	18,2

(**) La somme algébrique des gains et des pertes n'est pas égale à zéro, du fait des résidus dans les données de base (Cfr. le tableau 2)

5. Les pertes résultant de l'inflation devraient normalement être compensées par des taux d'intérêt nominaux plus élevés, qui pourraient ainsi être ventilés en deux composantes, l'une étant la contrepartie des pertes en question, l'autre représentant le taux d'intérêt réel. Il est dès lors utile de comparer le rendement ou le coût des actifs et passifs financiers des secteurs avec la hausse des prix.

A cet égard, le tableau 7 et le graphique 1 font ressortir que:

- les ménages ont constamment perçu un intérêt réel négatif, sauf en 1966 (intérêt réel nul) et en 1968 (intérêt légèrement positif)²⁷. Depuis 1974 le rendement des actifs financiers nets s'est partiellement adapté (mais avec retard) à la hausse des prix. Toutefois, l'écart entre l'évolution des prix et le rendement des actifs des ménages est demeuré très important (cf. Tableau 7 et fig. 1);
- les administrations publiques se sont trouvées dans une situation analogue à celle des ménages, mais de signe opposé. En effet, depuis 1969, le rendement réel de leurs passifs financiers a été négatif, tout en s'adaptant un peu plus rapidement à la hausse des prix que le rendement moyen des actifs des ménages;
- dans l'ensemble, les entreprises ont largement bénéficié de l'accélération de l'inflation. En effet, au cours de la période pendant laquelle l'inflation a été modérée, les entreprises ont payé des intérêts réels positifs compris entre une fourchette de 6 à 9%. En 1972 - année où la hausse des prix a commencé de s'accélérer - ce taux est tombé à 2.4%. Il est ensuite devenu négatif et a gardé ce signe la plupart du temps (c'est-à-dire en 1973, 1974, 1976 et 1979); dans les quatre années où il est redevenu positif, il s'est situé à un niveau largement inférieur à celui des années soixante.

²⁷ Comme il est indiqué au bas du Tableau 7, les rendements des actifs ou les coûts des passifs sont calculés après déduction des impôts spécifiques sur les revenus des actifs. Dans le cas des entreprises, le coût de leurs passifs nets n'est donc pas déterminé en déduisant l'impôt sur les revenus des sociétés, mais en soustrayant les impôts spécifiques sur le revenu des actifs qui rentrent dans le calcul du passif financier net de ce secteur.

FIG. 1 - RENDEMENT OU COUT DES PATRIMOINES FINANCIERS

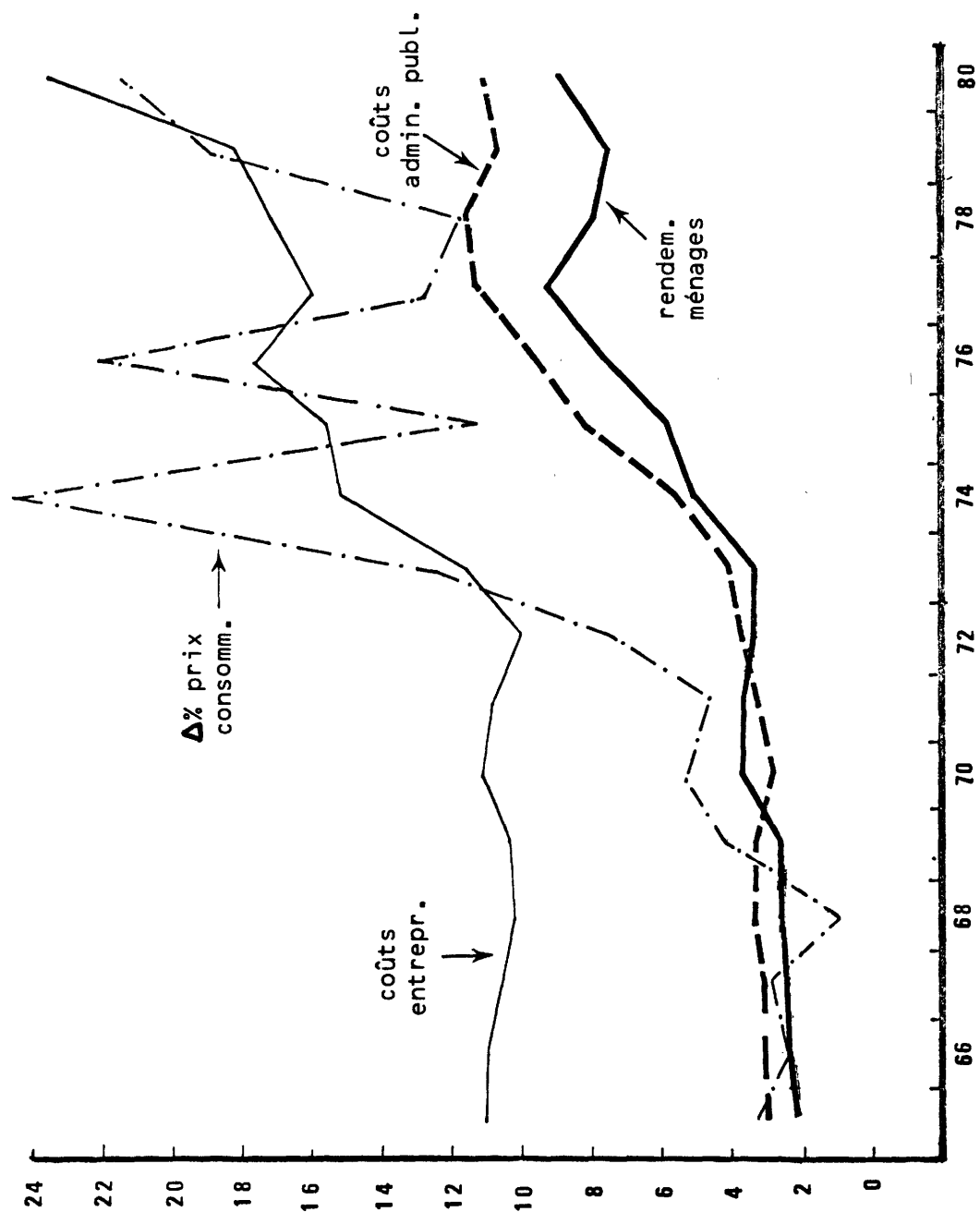


TABLEAU 7 : Rendement ou coût des patrimoines financiers (1)

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Ménages	2,1	2,3	2,5	2,6	2,7	3,8	3,7	3,4	3,4	5,1	5,9	7,6	9,2	7,9	7,6	8,9
Entreprises	11,0	10,9	10,5	10,2	10,3	11,1	10,8	10,0	11,5	15,1	15,5	17,6	15,9	17,1	18,1	23,4
Administrations publiques	3,0	3,2	3,1	3,4	3,4	2,8	3,3	3,7	4,1	5,6	8,1	9,6	11,3	11,5	10,6	11,0
Prix à la consommation (2)	3,3	2,3	3,0	1,0	4,2	5,3	4,6	7,4	12,5	24,5	11,2	22,0	12,7	11,6	18,8	21,3

(1) Taux d'intérêt moyen pondéré après impôts spécifiques sur les actifs ou passifs financiers nets.

Source : CARANZA et VILLANI (1981) tableaux 3,4 et 5.

(2) Taux de variation annuelle de décembre à décembre.

Les gains des secteurs débiteurs

6. Avant d'exposer les résultats de la seconde estimation des transferts potentiels de richesse, il est opportun d'esquisser l'évolution des prix relatifs des secteurs, car le jeu inflationniste a nettement amélioré la position de certains. L'inflation peut, en effet, être considérée comme le résultat d'un conflit pour la répartition du revenu: dans un système en mutation, chaque agent essaye de maintenir sa position relative en augmentant le prix de la marchandise qu'il offre²⁸. Il parviendra à atteindre son objectif si, de fait, son pouvoir est supérieur à celui des sujets économiques qui ont des intérêts opposés aux siens. Il y a donc des exigences antagoniques, dont la coexistence est rendue possible par la hausse des prix.

Dans l'économie italienne, le rôle inflationniste des secteurs a été très différencié²⁹. Il ressort du Tableau 8 que, tout au long de la période, le crédit et assurance, de même que les administrations publiques, ont fourni la plus forte contribution à la hausse des prix. L'ensemble des entreprises non financières, par contre, a exercé un léger effet de freinage, son indice des prix se situant un peu au-dessous de la moyenne, à un niveau très éloigné de celui des deux premiers secteurs. Ce mouvement est la résultante de dynamiques assez différenciées, et qui ont fait apparaître une rupture des tendances en 1973.

En effet, jusqu'à cette dernière année, l'industrie (bâtiment exclu) a contribué à modérer l'inflation, la hausse de ses prix étant nettement moins rapide que dans les services et les administrations publiques. Cette dynamique - qui s'explique sans doute par le degré de concurrence tant intérieure qu'internationale et par les progrès de la productivité - s'est ensuite renversée de 1974 à 1979, les prix industriels ayant augmenté davantage que les prix des services. On peut dès lors se demander si cette évolution récente ne reflète qu'un simple rattrapage de l'industrie, qui n'inverse pas la tendance de fond, ou si, au contraire, l'industrie a cessé de remplir son rôle de stabilisateur des prix.

../..

²⁸ Comme il a été souligné plus haut, le cas des administrations publiques est particulier car la composante "prix" de leurs recettes principales (les impôts) n'est pas une variable qu'elles contrôlent directement.

²⁹ Dans les considérations qui suivent, l'inflation est considérée sous son aspect technique, la hausse du niveau général des prix étant alors la moyenne pondérée des augmentations des prix dans les diverses branches. Il s'agit donc d'un exposé sur l'origine de l'inflation et non sur la responsabilité des branches et des secteurs, aspect qui nécessiterait un élargissement de l'analyse, prenant notamment en compte les coûts et la productivité.

Tableau 8: Indices des prix par secteurs* (1960 = 100)

	1965	1967	1970	1973	1975	1978	1979	1980
Agriculture	130.1	125.6	139.7	191.1	250.9	413.6	462.6	519.8
Transform.industrielle	114.7	114.3	126.7	160.9	231.9	359.4	412.8	480.7
Services marchands	128.4	140.6	160.3	199.7	279.9	432.2	500.4	616.5
dont:crédit et assur.	137.2	151.4	178.0	259.2	449.5	659.2	729.9	958.3
Administr.publiques	172.5	182.8	217.9	310.9	398.2	696.6	853.4	1063.5
Entreprises non-finan.**	126.4	132.4	149.1	186.3	263.3	414.0	477.9	572.1
PIB	130.9	137.5	155.5	197.7	275.2	440.4	509.5	613.3

*Prix implicites de la valeur ajoutée au prix du marché. Les indices de départ, sur la base de 1975, ont été convertis sur la base de 1960 pour une meilleure comparaison de la dynamique de longue période.

** Les comptes par secteurs institutionnels n'étant publiés qu'à prix courants, cet indice est établi par branches. Celles-ci incluent les entreprises individuelles, qui dans les secteurs sont groupées avec les ménages.

7. L'estimation des transferts potentiels de richesse, effectuée à l'aide des indices de prix spécifiques à chaque secteur, est présentée au Tableau 9. Ces résultats sont également comparés avec l'estimation antérieure des gains, effectuée en se situant dans l'optique des ménages (tableau 6).

Pour les entreprises, le fait de calculer les gains sur la base des prix de gros ne modifie pas substantiellement le tableau d'ensemble qui ressort de l'estimation précédente. Pour la période 1965-1971, pendant laquelle les gains des entreprises ont été très faibles, cette deuxième estimation se situe un peu au-dessous de la précédente (exception faite pour 1969). C'est là une conséquence d'une caractéristique de l'économie italienne des années cinquante et soixante, à savoir la coïncidence d'une stabilité ou même d'une baisse des prix de gros et d'une hausse des prix de détail. De ce point de vue, l'évolution au cours des années soixante-dix a été contrastée en ce sens que les prix de gros ont augmenté tantôt davantage (1973, 1974 et 1976), tantôt moins que les prix à la consommation.

Tableau 9 : Gains résultant de l'inflation
(sur encours monétaires nets moyens - déflateur: prix sectoriels spécifiques)*

	Entreprises			Reste du Monde		
	Mrd Lit	% du PIB	Différence par rapport estimation précédente**	Mrd Lit	% du PIB	Différence par rapport estimation précédente**
1965	189	0.5	-0.3	12	0.0	-0.2
1966	11	0.0	-0.6	54	0.1	-0.1
1967	94	0.2	-0.7	29	0.1	-0.2
1968	0	0.0	-0.3	26	0.1	0.0
1969	1297	2.3	1.0	75	0.1	-0.2
1970	1017	1.6	-0.1	255	0.4	-0.2
1971	678	1.0	-0.6	406	0.6	0.0
1972	1950	2.6	0.0	312	0.4	-0.3
1973	8148	9.1	4.8	2091	2.3	1.2
1974	13195	11.9	3.2	2639	2.4	1.5
1975	2374	1.9	-2.4	98	0.1	-0.1
1976	17477	11.2	3.4	-307	-0.2	-0.1
1977	5893	3.1	-1.0	-541	-0.3	0.0
1978	6433	2.9	-0.7	18	0.0	0.0
1979	15476	5.7	0.6	1247	0.5	0.1
1980	14521	4.3	-1.1	2195	0.7	0.1

* Pour les entreprises: prix de gros, variations de décembre à décembre;
Pour le reste du monde: prix implicites des importations de biens et services en Italie

** Différence en points par rapport aux gains en pourcentage du PIB calculés sur la base des prix à la consommation (tableau 6). Pour le reste du monde, les gains ont été réestimés sur la base des prix implicites de la consommation privée, afin de pouvoir les comparer avec les gains ci-dessus.

A quelques rares exceptions près, la prise en considération des indices des prix sectoriels ne modifie pas non plus la situation en ce qui concerne le reste du monde et le secteur crédit et assurances.

Les gains et pertes qui ont fait l'objet de cette section ont sensiblement affecté le niveau et l'évolution de quelques ratios qui sont importants tant sur le plan de l'analyse que pour l'adoption des décisions de politique économique. C'est à cette question que sera consacrée la partie finale du travail.

Troisième partie

IV. CORRECTION DE QUELQUES RATIOS FINANCIERS SIGNIFICATIFS

Ménages

1. Le taux d'épargne des ménages a été corrigé en déduisant la dépréciation des actifs monétaires aussi bien de l'épargne que du revenu disponible³⁰. Cet ajustement permet de s'approcher davantage du revenu disponible "vrai" car les chiffres non corrigés incorporent également les intérêts effectifs qui, comme il a été remarqué, devraient entre autres compenser la détérioration du pouvoir d'achat résultant de l'inflation.

La comparaison des taux d'épargne bruts et nets non corrigés avec les mêmes taux corrigés (tableau 10 et figure 2) révèle des évolutions très différentes. En effet, le taux non corrigé présente une tenance à la hausse de 1967 à 1978. En termes nominaux, les ménages réagissent donc à l'inflation en réduisant la part de la consommation. Cette hausse du taux d'épargne s'est ralentie depuis 1972, sans toutefois que la tendance semble avoir changé de signe. La baisse de 1974 est probablement à mettre en relation avec l'ampleur exceptionnelle et inattendue de l'inflation, qui n'a pu être compensée comme dans le passé; il en a sans doute été de même en 1980.

Les taux corrigés font apparaître une légère tendance à la hausse de 1967 à 1971. Depuis lors, la tendance s'est renversée, le trait caractéristique étant néanmoins l'ampleur exceptionnelle des fluctuations, qui souvent amplifient les mouvements des taux nominaux (fig. 2). A remarquer que le taux net est même devenu négatif en 1974 et 1980, années où l'inflation a atteint des niveaux records.

30

La formule est donc la suivante:

$$te = \frac{E - P}{RD - P}$$

où

E = épargne à prix courants. De 1964 à 1969 les données disponibles concernent uniquement l'épargne nette. Depuis 1970, elles couvrent également l'épargne brute.

P = pertes sur les actifs nets.

RD = revenu disponible des ménages à prix courants.

Tableau 10 : Correction du taux d'épargne des ménages*

	Taux d'épargne brute		Taux d'épargne nette	
	avant correction	corrigée	avant correction	corrigée
1965			16.7	14.3
1966			15.5	13.7
1967			14.3	11.8
1968			15.3	14.5
1969			16.9	13.1
1970	23.0	19.0	18.4**	14.1**
1971	24.4	20.8	19.9	16.1
1972	25.6	19.3	21.2	14.5
1973	25.3	14.4	20.8	9.2
1974	24.7	2.0	19.9	-4.3
1975	27.2	18.7	22.3	13.2
1976	26.9	8.2	21.9	2.0
1977	26.5	16.7	21.3	10.9
1978	27.7	18.7	22.6	13.0
1979	26.4	9.9	21.2	3.5
1980	23.7	4.2	18.3	-2.5

*Epargne en pourcentage du revenu disponible

**Rupture de série.

Entreprises non financières

2. Pour ce secteur institutionnel, on a corrigé quatre indicateurs:

a) le taux d'autofinancement³¹; b) la part des profits bruts après paiement d'intérêts³² sur la valeur ajoutée aux prix du marché; c) la part du flux

³¹ Le taux d'autofinancement se définit comme étant le rapport entre le flux d'épargne brute et les investissements bruts (FBCF) plus les variations de stocks. Dans les comptes nationaux, l'épargne brute est le solde du compte d'utilisation du revenu, et correspond à la différence entre le revenu disponible et la consommation.

³² Le terme "profits bruts" est employé en tant que synonyme d'"excédent brut d'exploitation" qui, en comptabilité nationale, est un résidu résultant de la différence entre la valeur ajoutée et les salaires. Les intérêts ici pris en considération sont les "intérêts effectifs" nets, c'est-à-dire la différence entre les intérêts versés et les intérêts perçus.

FIG. 2 - EPARGNE NETTE DES MENAGES EN % DU REVENU DISPONIBLE

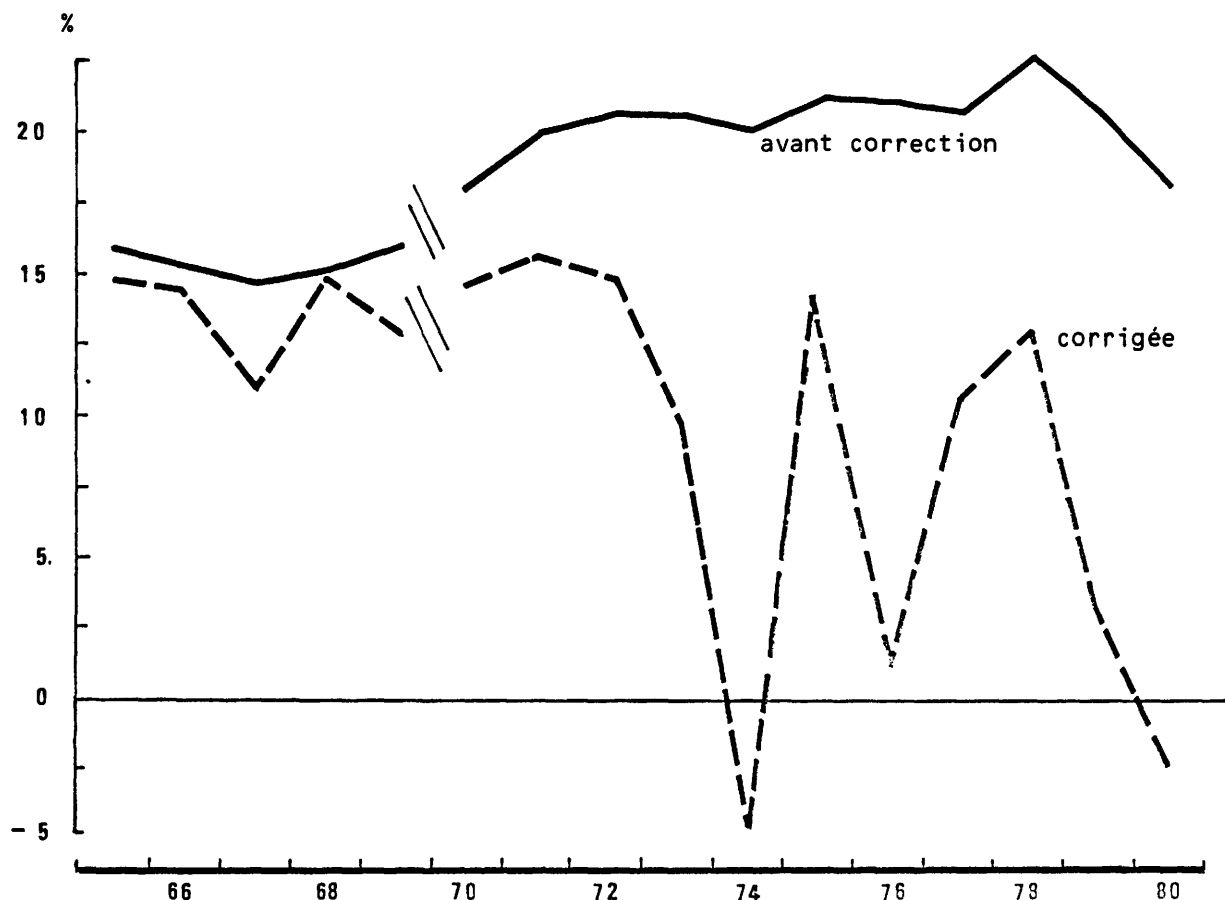
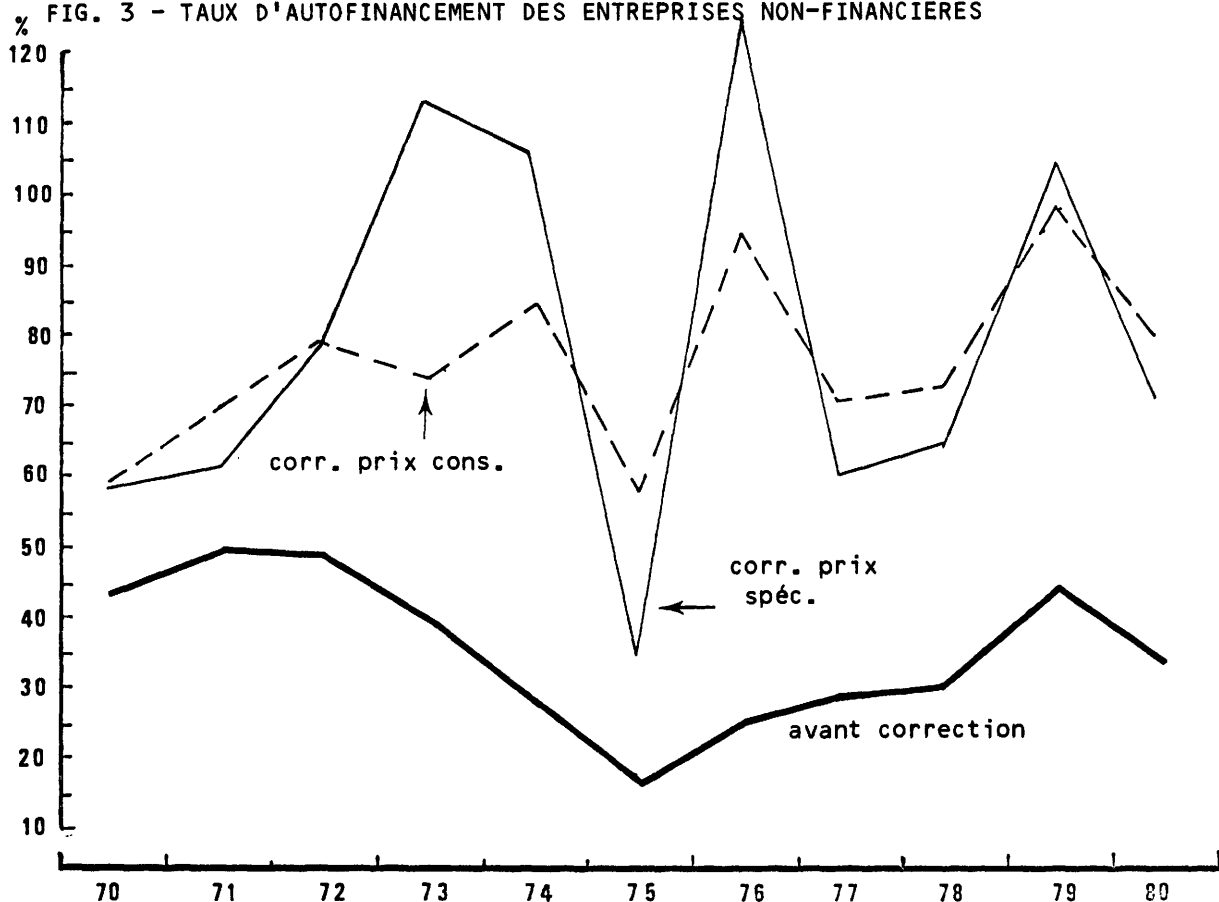


FIG. 3 - TAUX D'AUTOFINANCEMENT DES ENTREPRISES NON-FINANCIERES



d'endettement³³ dans la valeur ajoutée, et d) dans l'excédent brut d'exploitation.

Les deux premiers taux sont des indicateurs de performance. Le premier indique dans quelle proportion l'entreprise est à même de dégager des fonds pour le financement des investissements. Le second est un indicateur de rendement de l'activité économique. Il relève de l'optique de la production et englobe ainsi les éléments de la distribution secondaire du revenu³⁴ qui sont par contre exclus quand on se situe dans l'optique du financement.

La part de l'endettement se rattache à cette dernière optique, et représente l'inverse de l'indicateur relatif à l'épargne.

Contrairement à la méthode suivie pour les ménages, la dépréciation des passifs monétaires des entreprises n'a pas été additionnée à la valeur ajoutée, ce dernier agrégat n'étant pas directement influencé par les gains en question. Par contre, afin de mieux mesurer les répercussions sur les profits, la correction a été effectuée sur la base de l'excédent brut d'exploitation après paiement d'intérêts.

3. Dans les années soixante-dix, le taux d'autofinancement avant correction se caractérise par des fluctuations autour d'une tendance en léger déclin; de 1972 à 1975, il y a une baisse prononcée, qui a été suivie par une reprise importante jusqu'en 1979 (tableau 11 et fig. 3). Cette évolution - qui reflète de près les cycles de la production et les profits (cf. ci-après et également, pour l'industrie, Reati (1982)) - prend une allure toute différente si l'on corrige l'épargne des effets de l'inflation. La fig. 3 fait, en effet, ressortir que le taux

³³ L'endettement ici considéré est le flux résultant du solde du compte de la formation du capital. Si l'on fait abstraction de quelques postes d'importance mineure, il correspond à la différence entre l'épargne et les investissements bruts. Il diffère du poste "crédits reçus" (stock) de comptes financiers en ceci que ce dernier se réfère à l'ensemble des crédits de fonctionnement. Le flux d'endettement se chiffre à un peu plus de 10% du stock des "crédits reçus".

³⁴ Intérêts effects, dividendes et autres revenus distribués, revenus prélevés par les entrepreneurs des sociétés et quasi-sociétés non financières, impôts directs, autres postes mineurs.

d'autofinancement corrigé, tout en présentant de très fortes fluctuations, accuse une tendance à la hausse. Si la correction est effectuée à l'aide des prix à la consommation, on remarque que les oscillations autour de la tendance sont un peu moins amples, mais que celle-ci présente une pente positive plus élevée³⁵. On remarque, en outre, que le taux d'autofinancement corrigé prend toujours des valeurs assez élevées: 79,2% en moyenne pour le taux corrigé à l'aide de l'indice des prix spécifiques au secteur et 75,8% en moyenne pour le taux corrigé par les prix à la consommation. Parfois l'épargne corrigée dépasse même le niveau des investissements (ce fut le cas en 1974, 1976 et 1979, cf. le tableau 11).

4. La part des profits avant paiement des intérêts se caractérise par deux éléments: a) une forte baisse en 1975, qui a ramené cet indicateur à 20,4%, contre 23,5% en 1974 et 23,3% en moyenne des années 1970 à 1974; b) une reprise très sensible de 1976 à 1980, la part des profits de cette dernière année (27,9%) dépassant de 17,2% son niveau de 1970.

La charge des intérêts³⁶ a fortement affecté l'excédent brut d'exploitation. En effet, le tableau 11 fait ressortir qu'après paiement des intérêts la chute de 1975 a été beaucoup plus sensible et que la reprise ultérieure, bien qu'appréciable, a eu moins d'ampleur.

../..

³⁵ La régression linéaire par rapport au temps ($t=1, 2, \dots, 11$) du taux d'autofinancement corrigé par les prix à la consommation (TAF1) est la suivante (les chiffres entre parenthèses se réfèrent au test t):

$$\text{TAF1} = 64,94 + 1,819 t \quad R^2 = 0,22 \\ (1,62)$$

Cette même régression relative au taux d'autofinancement corrigé par l'indice des prix de gros (TAF2) donne:

$$\text{TAF2} = 73,62 + 0,93 t \quad R^2 = 0,01 \\ (0,33)$$

Dans la première régression, le paramètre de la tendance n'est statistiquement significatif qu'à 10% de probabilité, tandis que dans le second cas, il ne diffère pas notablement de zéro. Les mauvais résultats sur le plan statistique sont néanmoins utiles pour apprécier la différence d'évolution des deux indicateurs.

³⁶ Il s'agit des "intérêts effectifs" nets de la comptabilité nationale.

Tableau 11 - Correction de quelques ratios relatifs aux entreprises non financières¹

	Taux d'autofinancement ²				Part des profits dans la V.A. ³				Part de l'endettement ⁴			
	avant correction	corrigé	EBE avant intérêts	EBE après intérêts	EBE après int. corrigé	dans la V.A.		avant corr.	dans l'EBE		avant corr.	corrigé
						avant corr.	corrigé		avant corr.	corrigé		
1970	43.0	57.8	23.8	18.1	22.6	14.9	10.5	62.7	44.0			
1971	49.3	61.3	22.4	15.9	18.7	10.7	8.0	48.0	35.7			
1972	48.8	78.2	23.4	17.1	24.5	11.6	4.2	49.4	18.1			
1973	38.3	112.4	23.2	17.7	42.6	19.6	-5.3	84.5	-23.0			
1974	27.7	105.6	23.5	15.2	47.3	29.2	-3.0	124.4	-12.7			
1975	15.8	34.1	20.4	9.7	15.0	23.2	17.9	113.4	87.5			
1976	24.8	124.3	23.2	12.6	42.7	21.3	-8.8	91.8	-38.2			
1977	28.4	59.6	23.2	12.9	21.4	17.9	9.4	76.9	40.5			
1978	29.7	63.8	23.6	13.4	21.5	14.2	6.0	60.1	25.5			
1979	43.7	103.9	26.4	17.8	34.0	12.3	-3.9	46.6	-14.6			
1980	34.2	70.2	27.9	17.6	29.8	19.4	7.2	69.5	25.9			

¹ Les corrections ont été effectuées à l'aide des indices des prix spécifiques. Les cas où il y a différence appréciable par rapport à la correction par les prix à la consommation sont signalés dans le texte.

² Taux d'autofinancement = épargne brute: FBCF plus variations des stocks, en pourcentage.

³ Profits bruts = excédent brut d'exploitation (EBE) = valeur ajoutée - salaires

⁴ Endettement (flux) = épargne - FBCF

La correction effectuée pour tenir compte de l'allègement de la dette résultant de l'inflation change tout à fait la situation (fig. 4 et tableau 11). On remarque ainsi que, dans la plupart des cas, les gains liés à l'inflation compensent largement la charge des intérêts, la part corrigée des profits, après paiement des intérêts, dépassant le niveau constaté avant paiement des intérêts. De 1970 à 1980, ce dernier niveau s'est chiffré en moyenne à 23.7%, tandis que la part corrigée (après paiement des intérêts) a atteint en moyenne 29.1%. Au cours de cette décennie, la part corrigée fait même apparaître une légère tendance de fond à la hausse.

Si on effectue la correction par les prix à la consommation (c'est à dire en imputant les pertes des ménages), on remarque le même phénomène que pour le taux d'autofinancement, à savoir des oscillations moins marquées et une tendance à la hausse plus prononcée de la part corrigée.

5. Dans les années soixante-dix, l'endettement s'est situé à des niveaux élevés, absorbant en moyenne 75% de l'excédent brut d'exploitation et 17.7% de la valeur ajoutée du secteur. En 1974 et 1975, il a même dépassé le montant des profits bruts, tandis qu'en 1976 il a été presque égal à celui-ci (tableau 11). Sur le plan conjoncturel, la part non-corrigée de l'endettement par rapport aux profits et à la valeur ajoutée montre un pic en 1974, suivi d'une baisse régulière et sensible jusqu'à 1979, ce ratio étant ainsi ramené à son niveau du début de la décennie (fig. 5).

Le fait le plus marquant qui caractérise les résultats de la correction (effectuée à l'aide des prix spécifiques du secteur) est le changement de signe pour quatre années (1973, 1974, 1976 et 1979) (tableau 11 et fig. 5). Les gains résultant de l'inflation ont donc eu un tel ampleur qu'ils ont annulé le flux d'endettement. Si on corrige par les prix à la consommation, on remarque que l'endettement est annulé une seule fois (en 1979) et qu'en moyenne de la période il se situe à un niveau un peu plus élevé (5.3% de la valeur ajoutée et 23.2% de l'EBE, contre des taux respectifs de 3.8% et 17.2%).

FIG. 4 - PART DES PROFITS BRUTS (E.B.E.) DANS LA VALEUR AJOUTEE DES ENTREPRISES NON-FINANCIERES.

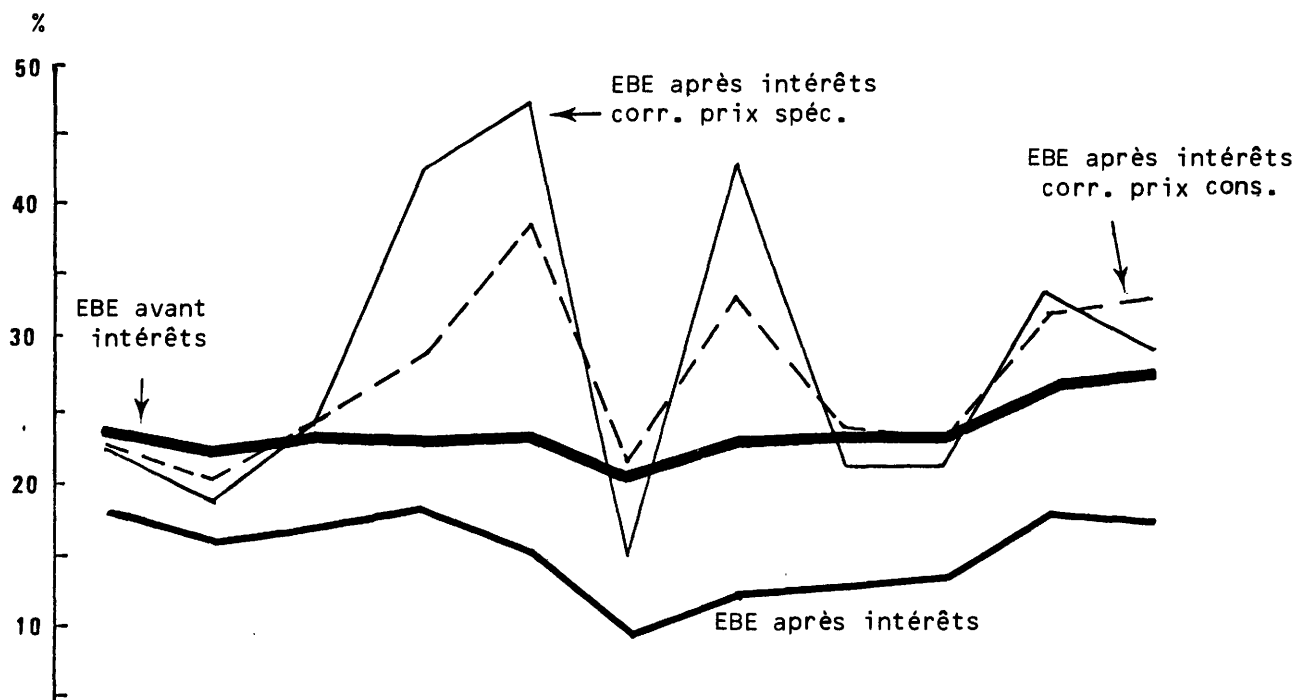
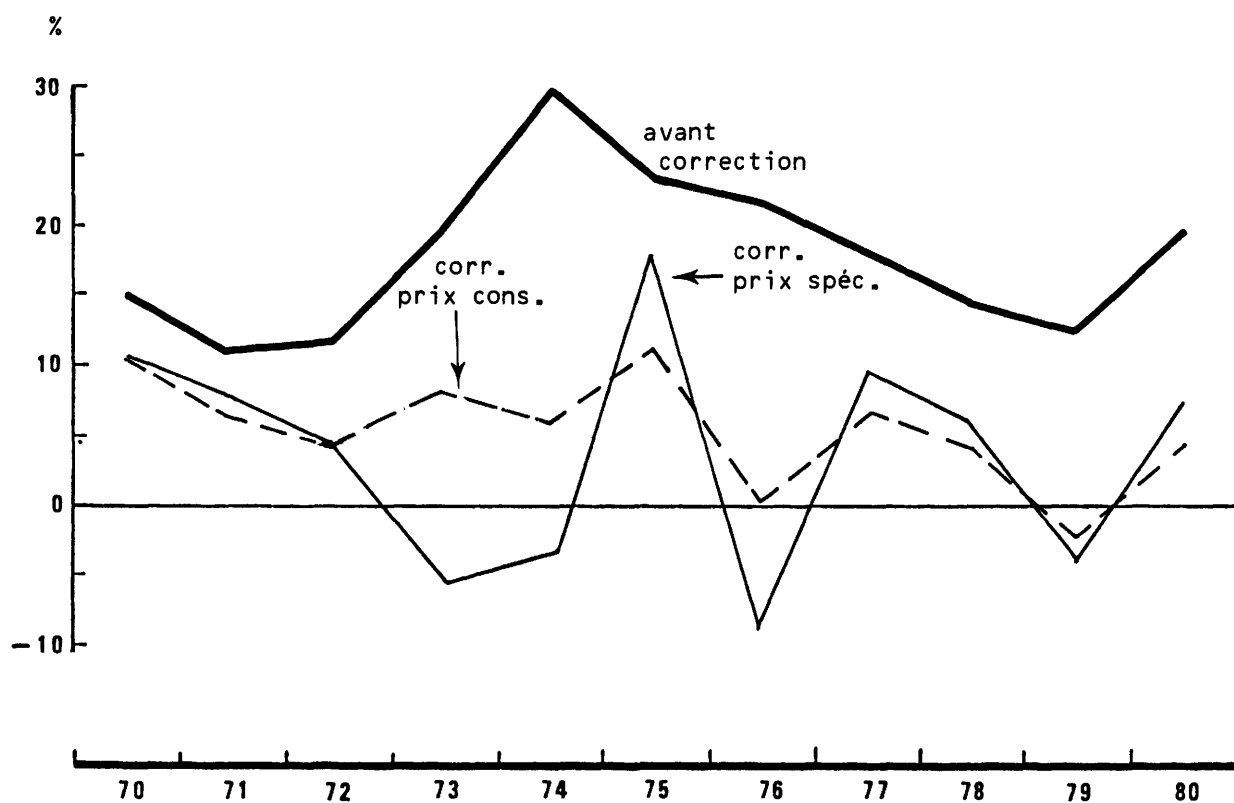


FIG 5 - PART DE L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES NON FINANCIERES DANS LA VALEUR AJOUTEE



Administrations publiques

6. Pour ce secteur, on a tout d'abord corrigé deux indicateurs, en se situant, comme il a été dit ci-dessus, dans l'optique des ménages: a) la part du besoin de financement (DF) par rapport aux PIB; b) la part des intérêts de la dette publique dans le PIB. Le montant de la correction a été établi comme pour les autres secteurs, en multipliant les encours monétaires nets par la hausse des prix à la consommation. Cette première correction du déficit sera indiquée ci-après par DF1.

Ces corrections - qui permettent d'apprécier l'impact effectif, sur l'économie, du déficit global et des charges d'intérêts - ont ensuite été complétées par deux autres, qui se rattachent aux effets inflationnistes et d'éviction potentiels du déficit³⁷. En effet, le besoin de financement des administrations publiques peut être financé par l'émission de titres de la dette publique et/ou par création de base monétaire. Le premier mode de financement peut donner lieu à un effet d'éviction des investissements privés, en fonction notamment de ses répercussions sur le taux d'intérêt, des réactions de l'offre et de l'élasticité de la demande de fonds des entreprises par rapport au taux d'intérêt. Il permet néanmoins d'éviter une incidence inflationniste immédiate, car il n'y a pas création de monnaie; cette incidence est déplacée dans le futur, à l'époque où il faudra rembourser les obligations émises aujourd'hui. Si donc on corrige le besoin de financement des administrations en tenant compte uniquement des gains sur les passifs nets autres que la base monétaire³⁸, on obtient un indicateur qui se rattache à la contribution potentielle du déficit à l'inflation: effet potentiel immédiat avec la création de base monétaire et effet potentiel futur avec l'émission de titres. Cette seconde correction sera indiquée par DF2.

Déduisant du déficit ainsi rectifié la variation de la base monétaire, on obtient un indicateur utile pour apprécier l'effet potentiel d'éviction (correction DF3).

³⁷Pour plus de détails sur ce point, cf. Cukierman et Mortensen (1983)

³⁸La base monétaire est ici définie comme étant le stock de monnaie plus les réserves des banques privées auprès de la banque centrale. La correction est donc calculée sur les passifs nets portant intérêt des administrations.

7. La fig. 6 et le tableau 12 font apparaître un contraste frappant entre l'évolution de la part, dans le PIB, du besoin de financement corrigé (DF1) et non corrigé (DF). En effet, le ratio avant correction présente la dégradation bien connue, qui a porté le déficit en question de 3.7% du PIB en 1965 à 7.3% en 1980, en passant par le taux record de 11.5% en 1975. En la corrigeant, la part du déficit dans le PIB se maintient dans des limites tout à fait tolérables, et change même de signe pour quelques années (en 1974, 1977 et l'année 1980, pour laquelle ce solde corrigé atteint le niveau de +4.4% du PIB, cf. tableau 12).

Les deux autres soldes corrigés (DF2 et DF3) dégagent une évolution analogue à celle du premier. Si l'on considère le déficit corrigé DF2, on voit notamment se dégager, au cours des dernières années, une nette tendance à la réduction: la contribution potentielle du déficit à l'inflation est donc allée en s'estompant. Pour 1980, on constate même un effet déflationniste, le besoin de financement s'étant transformé en une capacité de financement de près de 1% du PIB (Tableau 12). Le déficit corrigé DF3 fait ressortir que l'effet potentiel d'éviction n'a été important qu'en 1972 et en 1975 (et dans une moindre mesure en 1971); au cours des autres années, il a été presque nul ou même inexistant, le déficit corrigé étant parfois devenu capacité de financement. Depuis 1973, la tendance à la réduction apparaît plus tôt que dans le cas du DF2 (fig.6).

Les intérêts de la dette publique - qui avant correction ont représenté une part sensiblement croissante du PIB (cf. tableau 12) - ont été annulés depuis 1970 par les gains en capital résultant de l'inflation.

Tableau 12 - Correction du besoin de financement et des intérêts de la dette des administrations publiques (en % du PIB)

Déflateur: prix à la consommation

Besoin (-) ou capacité (+) de financement					Intérêts de la dette publique	
	avant correction (DF)	DF1 ¹	DF2 ²	DF3 ³	avant correction	corrigés ¹
1965	-3.7	-2.5	-3.1	...	1.2	0.1
1966	-3.6	-2.6	-3.1	-1.6	1.4	0.5
1967	-2.1	-1.1	-1.6	-0.1	1.6	0.6
1968	-2.7	-2.2	-2.5	-1.2	1.6	1.2
1969	-2.9	-1.9	-2.3	-0.9	1.7	0.7
1970	-3.2	-1.5	-2.2	-0.5	1.8	0.0
1971	-5.0	-2.9	-3.8	-2.0	2.0	-0.1
1972	-7.3	-4.7	-5.7	-3.6	2.3	-0.4
1973	-7.0	-1.7	-3.7	-1.4	2.5	-2.8
1974	-7.0	+1.6	-1.6	+0.6	3.1	-5.5
1975	-11.5	-3.5	-6.5	-2.8	4.0	-4.0
1976	-8.7	-0.1	-3.3	+1.0	4.5	-4.2
1977	-7.9	+1.5	-1.8	+1.5	4.9	-4.6
1978	-9.6	-2.2	-4.6	-1.5	5.9	-1.5
1979	-9.3	-0.6	-3.4	-0.2	5.8	-2.9
1980	-7.3	+4.4	+0.9	+3.2	6.2	-5.5

¹ DF1: correction obtenue en multipliant la hausse des prix à la consommation par le passif net total des administrations publiques (y compris la Banque centrale)

² DF2: correction établie sur le passif net portant intérêt.

³ DF3: correction obtenue déduisant de DF2 les variations de la base monétaire

FIG. 6 - CAPACITE (+) OU BESOIN DE FINANCEMENT (-) DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES EN % DU PIB

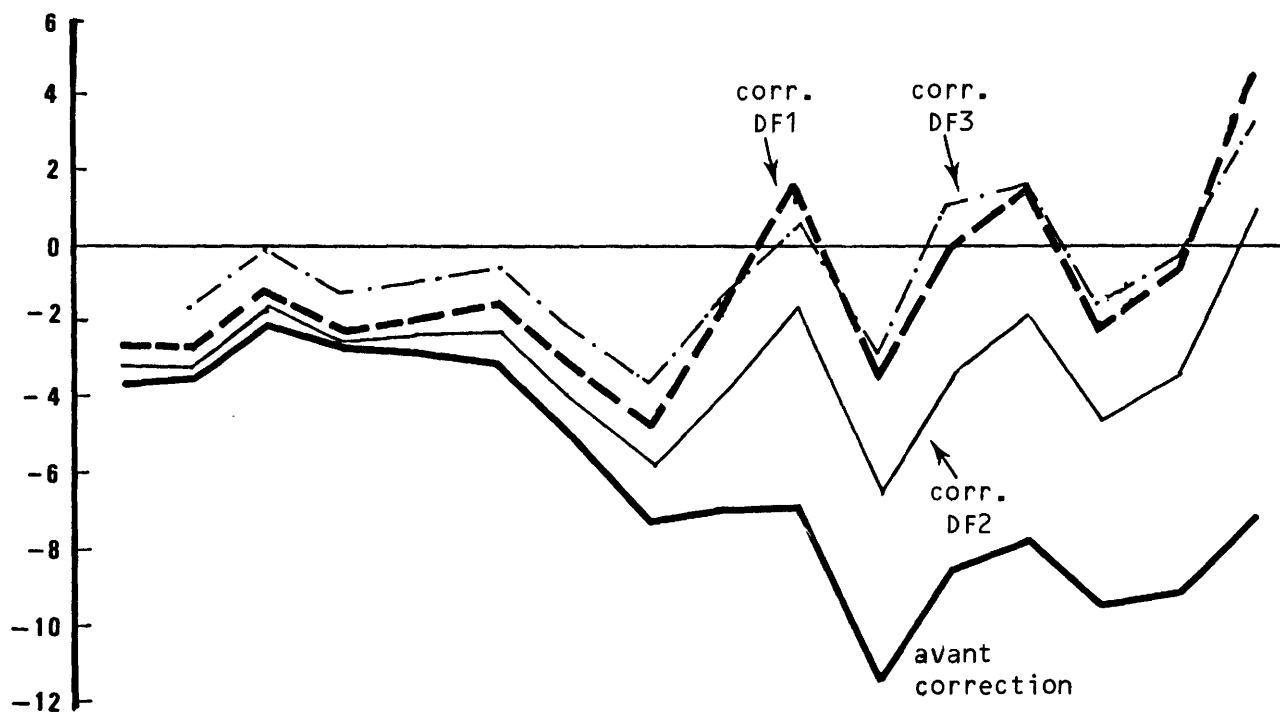
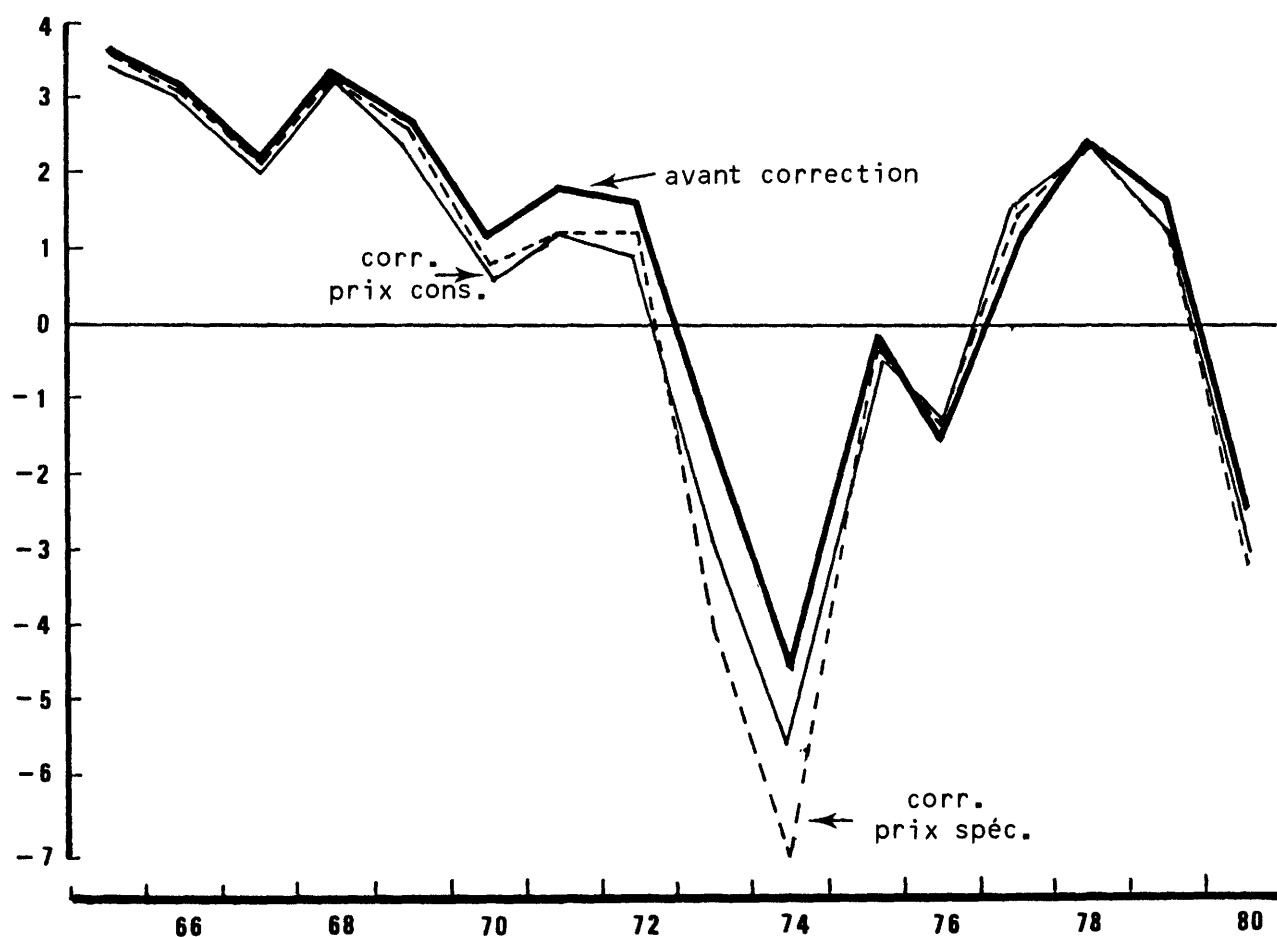


FIG 7 - BALANCE DES PAIEMENTS COURANTS EN % DU PIB



Reste du monde

8. L'indicateur qui a été corrigé est le solde de la balance courante de l'Italie. Compte tenu des faibles montants des passifs monétaires nets du reste du monde, les chiffres corrigés ne diffèrent presque pas des chiffres non corrigés (tableau 13 et fig. 7). La prise en compte correcte des phénomènes d'inflation ne modifie donc pas l'appréciation que l'on peut porter sur la situation en Italie vis-à-vis de l'extérieur en considérant les données nominales. Ce n'est qu'en 1973 et 1974 que l'incidence de la correction revêt une certaine importance. Elle est plus accentuée quand on utilise les prix spécifiques, car au cours de ces deux années les prix des importations de l'Italie ont subi des hausses exceptionnelles (26.1% en 1973 et 57.3% en 1974).

Tableau 13: Solde de la balance des paiements courants* en % du PIB

	avant correction	Corrigé	
		prix spécifiques	prix à la consommation
1965	3.6	3.6	3.4
1966	3.2	3.1	3.0
1967	2.2	2.2	2.0
1968	3.3	3.2	3.2
1969	2.7	2.6	2.4
1970	1.2	0.8	0.6
1971	1.8	1.2	1.2
1972	1.6	1.2	0.9
1973	-1.7	-4.1	-2.9
1974	-4.6	-7.0	-5.5
1975	-0.2	-0.3	-0.5
1976	-1.5	-1.3	-1.4
1977	1.2	1.4	1.5
1978	2.4	2.4	2.4
1979	1.6	1.2	1.2
1980	-2.5	-3.2	-3.1

* Le signe + indique un excédent de l'Italie, le signe - un déficit.

V CONCLUSIONS

1. Au cours de la période considérée (1965-1980), l'importance relative dans l'économie italienne des patrimoines financiers des secteurs institutionnels s'est progressivement accrue. En éliminant les doubles emplois constitués par le secteur du crédit, on constate, en effet, qu'en 1980, ces patrimoines correspondaient à 1.8 fois le PIB, contre 1.3 fois en 1965. Leur structure par secteur propriétaire des actifs financiers est restée relativement stable dans le temps. C'est tout particulièrement le cas du secteur du crédit et des assurances; l'accélération de l'inflation, dans les années soixante-dix, n'a donc pas accru le poids des intermédiaires financiers.

La totalité des actifs financiers nets est détenue par les ménages; les entreprises non financières et les administrations publiques constituent la contrepartie principale. Les passifs nets du reste du monde, ainsi que du crédit et des assurances, sont négligeables.

Dans l'ensemble, les actifs des ménages ont été un peu plus élevés que la consommation privée. Les passifs nets des entreprises se sont chiffrés entre une fois et une fois et demie leur valeur ajoutée, tandis que les passifs des administrations publiques sont passés de 2.7 à 4.6 fois leur valeur ajoutée.

2. Le jeu inflationniste modifie sensiblement la position des groupes et des secteurs économiques. L'inflation peut, en effet, être considérée comme le résultat d'un conflit pour la répartition du revenu: dans un système en mutation, chaque agent essaye de maintenir sa position relative en augmentant le prix de la marchandise qu'il offre. Il parviendra à atteindre son objectif si, de fait, son pouvoir est supérieur à celui des sujets économiques qui ont des intérêts opposés aux siens. Il y a donc des exigences antagoniques, dont la coexistence est rendue possible par la hausse des prix. Ces hausses des prix, qui pour ainsi dire "soldent" cette première phase du conflit, ont sur les patrimoines des agents des retombées qui modifient à nouveau la situation à laquelle ils étaient parvenus.

Les salariés - dont le revenu représente la plus grande part du revenu disponible des "ménages"³⁹ - sont dans l'ensemble perdants, car ce

³⁹ La part des salaires dans le revenu disponible des ménages a augmenté régulièrement, passant de 60.7% en 1965 à 69.5% en 1980.

qu'ils obtiennent au titre de l'indexation des rémunérations est annulé par la perte de pouvoir d'achat de leurs actifs monétaires. C'est ainsi que, dans les années soixante-dix, cette érosion monétaire a absorbé plus que la moitié de l'épargne des ménages: la hausse du taux d'épargne qui ressort des données nominales disparaît dès que l'on déduit de l'épargne et du revenu disponible les pertes en question. S'il est donc probable que les ménages ont réagi à l'incertitude créée par l'inflation en réduisant la part de la consommation dans leur revenu disponible, on doit constater que cet effort a été annulé par la dépréciation monétaire de leurs actifs.

La position des entreprises est plus complexe. Nous avons vu que la contribution de l'industrie, de l'agriculture et des services à l'inflation n'a pas été uniforme, la première ayant exercé une action de freinage de l'inflation jusqu'au début des années soixante-dix, tandis que les autres avaient une incidence inverse. Dans la mesure où les entreprises ne parviennent pas à répercuter sur leurs prix de vente les hausses des coûts, il y a détérioration de la rentabilité, diminution des possibilités d'autofinancement et aggravation de l'endettement. Ce tableau est néanmoins modifié très sensiblement par les gains réalisés sur les passifs monétaires nets, et qui allègent d'autant le poids de la dette.

C'est ainsi que le taux d'autofinancement, qui dans les années soixante-dix a fluctué autour d'une tendance légèrement régressive, accuse une tendance inverse si on le corrige de l'effet de l'inflation. Ce taux corrigé présente d'ailleurs des valeurs très élevées (76 à 79% en moyenne), et parfois l'épargne corrigé dépasse même le niveau des investissements. On obtient des résultats analogues si l'on corrige les profits, les gains résultant de l'inflation ayant très largement compensé la composante "intérêts effectifs" de l'excédent brut d'exploitation.

Pour les administrations publiques également, la correction des principaux indicateurs relatifs à leur incidence dans l'économie infirme les jugements habituels formulés sur la base des chiffres nominaux. C'est ainsi que la dégradation très prononcée du besoin de financement disparaît si l'on tient compte des gains en capital résultant de l'inflation. On aboutit même au résultat paradoxal d'un besoin de financement qui, pour certaines années, se transforme en capacité de financement. L'effet "réel" du budget public n'a donc pas été aussi expansionniste qu'il apparaîtrait sur la base des grandeurs nominales. Cette prise en compte des gains résultant de l'inflation fait d'ailleurs apparaître que la contribution

potentielle du déficit public à l'inflation a été relativement faible et que son ampleur relative s'est même réduite au fil du temps. Il en est de même pour l'effet potentiel d'éviction des investissements privés, qui s'est même entièrement résorbé au cours des dernières années.

Le service des intérêts de la dette publique - qui en termes nominaux absorbe une part croissante du PIB-fait ressortir, après correction pour la dépréciation monétaire, une charge "réelle" négative tout au long de la période. La hausse des prix permet ainsi à l'Etat de lever un "impôt d'inflation" qui frappe surtout les ménages.

Annexe 1

Sources et méthodes

1. La Banca d'Italia publie depuis 1965, en annexe à son rapport annuel, les tableaux des actifs et passifs financiers des secteurs institutionnels⁴⁰ d'une part en stocks, d'autre part en flux. Les premiers indiquent, pour chaque secteur, les encours en fin d'année par type d'actif: or, billets et monnaies, dépôts à vue, autres dépôts, titres à court terme, crédits à court et à long terme, obligations, actions, autres actifs et passifs, notamment réserves techniques d'assurance. Les tableaux d'encours faisant ressortir les relations entre secteurs ne sont pas disponibles: les relations intersectorielles sont, par contre, recensées dans les flux. Il faut remarquer que ces deux types de tableaux ne sont pas toujours tout à fait cohérents, les critères d'évaluation de certains postes (par exemple l'or) n'étant pas toujours identiques. De ce fait, la variation dans les stocks de certains postes est parfois différente de la variation analogue indiquée dans les tableaux des flux. Dès lors, même si l'on possédait pour une année les chiffres des relations bilatérales entre secteurs en encours, il ne serait pas possible de construire une série longue à l'aide des variations.

La Banca d'Italia construit ces tableaux aussi bien sur la base de données qu'elle recense directement (institutions de crédit, balance des paiements) que d'après les bilans des compagnies d'assurances et les comptes des administrations publiques. L'agrégation de ces secteurs donne, pour chaque poste, le total pour l'ensemble de l'économie. La partie à attribuer conjointement aux ménages et aux entreprises non financières est obtenue de façon résiduelle, en soustrayant du total les échanges entre les quatre secteurs de départ. La ventilation ultérieure du résidu est estimée sur la base d'une enquête par échantillon.

Afin de faciliter la comparaison entre pays, il est utile de donner quelques détails sur le contenu et les critères d'évaluation des principaux postes des comptes financiers.

⁴⁰ Ménages, entreprises non financières, institutions de crédit et assurances, administrations publiques et reste du monde.

L'or est comptabilisé jusqu'en 1975 au prix de 35 \$ l'once, et la conversion en liras est effectuée au taux de change de 625 liras pour un dollar. A partir du 31 décembre 1976, l'or est évalué aux prix et aux change du marché⁴¹. De 1976 au début de 1979, le prix du marché a baissé de 15%; depuis lors, la Banca d'Italia a adopté le prix de la Bourse de Londres⁴². Les comptes de flux, par contre, sont établis sur la base d'un prix constant de l'or.

Les actifs et passifs sur l'étranger se réfèrent à des créances ou dettes libellées aussi bien en liras qu'en devises. Ces dernières sont transformées en liras sur la base du taux de change en fin de période. Il serait théoriquement possible de reconstituer par devise les principaux postes sur le reste du monde, en s'appuyant sur la structure par devise des recettes et des paiements de chaque année. Il n'a pas paru opportun d'effectuer ce calcul dans le cadre du présent exercice, le nombre d'informations supplémentaires qu'il fournirait étant trop limité par rapport à l'ampleur du travail et des chiffres analogues ne pouvant, de toute manière, pas être obtenus pour les autres Etats membres.

Les obligations sont recensées à leur valeur nominale. Elles ont été calculées aux prix du marché sur la base des cours moyens de décembre publiés dans le "Bollettino" de la Banca d'Italia. Etant donné que, dans cette publication, les cours des obligations ne sont pas groupés selon les cinq catégories de comptes des encours financiers (titres de Etat, obligations des entreprises autonomes de l'Etat, obligations des institutions de crédit spécialisé, "autres" obligations, obligations étrangères), le prix de chaque catégorie a été calculé en faisant la moyenne pondérée (par le montant des titres en circulation) des cours du "Bollettino". La valeur du marché des obligations de chaque secteur a été obtenue en tenant compte de la structure de son portefeuille.

Les actions sont recensées aux prix du marché. A signaler que cette série représente une rupture en 1978 par suite de changements méthodologiques intervenus dans l'estimation de ces valeurs de marché.

41

Rapport de la Banca d'Italia de 1976, p. 178

42 Rapport de la Banca d'Italia de 1980, p. 159

Les réserves techniques des compagnies d'assurances et des administrations de prévoyance sociale sont calculées d'après la formule actuarielle. Les chiffres repris par la Banca d'Italia sont ceux qui figurent dans les bilans des organismes en question, et qui, dans certains cas, peuvent être supérieurs aux valeurs résultant de l'application pure et simple de la formule mathématique⁴³. La portée de ces exceptions est toutefois très réduite.

Le poste "bons de caisse des institutions de crédit spécialisé" (buoni fruttiferi degli istituti speciali) est libellé de façon inappropriée puisque, en réalité, il couvre surtout des dépôts à terme, les véritables "bons de caisse" n'étant qu'une faible partie du total.

Le poste "titres à court terme sur l'étranger" (titoli a breve termine: titoli esteri) concerne des moyens de paiement internationaux dans lesquels la Banque centrale investit ses réserves. Il s'agit notamment de "promissory notes" signées par l'URSS pour des fournitures ou des obligations d'organismes publics étrangers (par ex. bons du Trésor des Etats-Unis).

3. Dans la présente note et conformément aux conventions de la comptabilité nationale, les données relatives aux entreprises autonomes de l'Etat ("aziende autonome")⁴⁴ sont incluses dans le secteur des entreprises.

Dans la mesure du possible, les relations intrasectorielles ont été éliminées⁴⁵. La consolidation de la Banque centrale avec les Administrations publiques a aussi entraîné la nécessité de rectifier le besoin de financement de la Banque centrale. Ce chiffre n'est publié que depuis 1975; pour les années antérieures le solde de cet organisme a été par convention considéré comme égal à zéro du fait que, dans les comptes des variations des actifs et passifs financiers, il était confondu avec les "postes non attribuables et décalages statistiques". Faute de mieux, c'est le chiffre de ce poste qui a été retenu pour la correction du besoin de financement des administrations publiques. La capacité de financement de la Banque centrale est ainsi

⁴³Article 28 de l'arrêté (D.P.R.) du 13 février 1959, n° 449, sur les assurances privées.

⁴⁴Il s'agit des entreprises publiques suivantes: chemins de fer; régie des routes (ANAS); postes et télécommunications; régie des forêts.

⁴⁵C'est ainsi que

- les obligations et les actions figurant au passif d'un secteur sont au net des créances vis-à-vis du même secteur pour le même poste;
- les crédits reçus par les autorités locales ont été déduits des crédits accordés par l'administration centrale;
- les postes "conti interbancari" et "finanziamenti interbancari" relatifs au secteur crédit et assurances, ont été compensés.

surestimée; toutefois, comme il s'agit de montants très faibles⁴⁶, l'imprécision qui en résulte est tout à fait négligeable.

Pour les données autres que les encours financiers, les sources ont été l'ISTAT⁴⁷ et l'EUROSTAT⁴⁸.

⁴⁶ En effet, de 1965 à 1974, ce chiffre a correspondu, au maximum, à 8% du besoin de financement des administrations publiques

⁴⁷ Annuario di contabilita nazionale, 1980-81 et 1974

⁴⁸ Cette source a été notamment utilisée pour l'indice mensuel des prix à la consommation.

ACTIFS ET PASSIFS FINANCIERS
MOYENNE DES ENCOURS DE FIN D'ANNEE - M.D. INT.

Tableau A1

SECTEUR: METALES

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
CREANCES																
MONNAIE	2999	3290	3667	3980	4382	4901	5408	6318	7350	8246	9431	10821	12257	14132	16233	18333
DEBITS	13161	15190	17453	20033	22680	26459	31849	37791	45674	55875	71463	88301	108262	131766	157812	184350
BONS NEGOCIABLES	7	9	10	10	10	13	18	25	119	200	202	1163	3552	6481	11409	23072
CREDITS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OBLIGATIONS (*)	4635	5950	7481	8810	9799	10170	11508	14144	16149	14193	13037	14077	14260	17944	22625	23516
RESERVES TECHNIQUES	2666	3075	3523	3995	4486	5000	5616	6311	6932	7735	8876	10268	11983	13911	15980	18600
AUTRES	2327	2258	2300	2781	3688	4563	4912	5440	5977	6350	6810	7045	7087	7086	7081	7882
RESERVES A/S BANQUE CENTR.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MOYENS PAIEM. INTERNAT. (**)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ACTIONS (***)	4605	5971	6011	5785	6698	7178	6073	5716	6996	6408	4129	3176	2644	6996	12821	23924
	30402	35744	40446	45395	51743	58285	65396	75746	89198	100008	113949	134852	160046	198317	243963	299679

DETTES

MONNAIE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DEBITS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BONS NEGOCIABLES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CREDITS	2208	2703	3067	3557	4086	4774	5518	6393	8251	9688	10977	12652	14001	15835	18396	22937
OBLIGATIONS (*)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RESERVES TECHNIQUES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AUTRES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RESERVES A/S BANQUE CENTR.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MOYENS PAIEM. INTERNAT. (**)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ACTIONS (***)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2208	2703	3067	3557	4086	4774	5518	6393	8251	9688	10977	12652	14001	15835	18396	22937

ACTIF (+) OU PASSIF (-) NET

A) TOTAL	28193	33040	37378	41837	47657	53511	59868	69352	80947	90320	102972	122200	146045	182482	225567	276742
B) SANS ACTIONS ET OR	23588	27069	31367	36052	40959	46333	53794	63636	73951	83911	98843	119024	143401	175485	212745	252817

(*) AU PRIX DU MARCHE; (**) A L'EXCEPTION DE L'OR; (***) AU PRIX DU MARCHE

Tableau A2 ACTIFS ET PASSIFS FINANCIERS
MOYENNE DES EXERCICES DE FIN D'ANNEE - 1960. LIT.

SECTEUR:	ENTREPRISES NON FINANCIERES	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
CREANCES																	
MONTAIRE		1015	1082	1136	1169	1226	1313	1387	1466	1666	1925	2208	2547	2876	3384	4060	5115
DEBTS		9863	11885	13922	15458	17083	18423	20087	24336	28817	30779	34054	41336	48669	55929	67360	78219
BONS NEGOCIABLES		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	250	875	1625	2850	3910
CREDITS		132	1249	2182	2270	2350	2681	3122	4119	5169	6341	8053	9097	12565	15382	19396	33689
OBLIGATIONS (*)		365	264	188	229	256	248	258	294	441	484	381	350	392	552	881	1054
RESERVES TECHNIQUES		120	155	190	227	261	293	338	408	490	573	658	760	899	1060	1250	1510
AUTRES		81	75	87	99	111	124	135	151	416	920	1370	1581	1589	1575	1620	1634
RESERVES A/S BANQUE CENTR.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MOTENS PALM. INTERNAT. (**)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OR		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ACTIONS (***)		687	739	715	870	992	1179	1343	1559	1767	1887	2093	2243	2291	3169	3826	4448
		12264	15451	18421	20324	22281	24262	26672	32334	38767	42910	48819	58466	70157	82688	101844	123590
DETTES																	
MONTAIRE		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DEBTS		0	547	796	517	484	525	590	572	626	659	867	644	566	485	995	3373
BONS NEGOCIABLES		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CREDITS		18940	21692	25745	29026	32432	36925	42248	48764	57539	70598	85268	99921	117524	135838	157166	193171
OBLIGATIONS (*)		2993	3659	4638	5316	5899	5991	6710	8155	9351	8919	8904	9721	10457	12085	12912	12695
RESERVES TECHNIQUES		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AUTRES		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	143	1350	1354	278	288	812
RESERVES A/S BANQUE CENTR.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MOTENS PALM. INTERNAT. (**)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OR		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ACTIONS (***)		7449	9858	10488	10490	11869	12562	11716	12374	15068	15694	14632	15014	14821	18172	25688	41182
		28983	35757	41667	45349	50685	55004	61265	69666	82585	95871	109814	126721	144722	166860	197050	251235
ACTIF (+) OU PASSIF (-) NET																	
A) TOTAL		16719	20306	23246	25025	28403	31742	34593	37532	43818	52961	60995	68255	74565	84172	95205	121694
B) SANS ACTIONS ET OR		9956	11187	13473	15405	17526	20359	24220	26717	30517	39154	44956	55483	62035	69169	73944	84920

(*) AU PRIX DU MARCHE; (**) A L'EXCEPTION DE L'OR; (***) AU PRIX DU MARCHE

Tableau A3

A C T I F S E T P A S S I F S F I N A N C I E R S
MOYENNE DES ENCOURS DE FIN D'ANNEE - M.D. LIT.

SECTEUR:	INSTITUTIONS FINANCIERES																	
	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980		
C R E A N C E S																		
MONTAIE	210	220	238	302	345	368	388	474	625	695	702	727	800	986	1358	1650		
DEROITS	1422	1639	2007	2139	2204	2663	3215	4940	5115	6142	7614	7303	7111	7909	6961	5995		
BONS NEGOCIABLES	1930	2084	2137	2190	2148	2096	2609	3527	4220	5429	7181	7497	12739	21237	24708	30590		
CREDITS	22076	25126	29058	33637	39272	46077	53830	64259	79235	90836	101932	120129	137240	154612	179885	212527		
OBLIGATIONS (+)	1975	2962	3750	4626	5399	5494	6501	8534	10349	10560	12009	14377	18781	28175	37407	39756		
RESERVES TECHNIQUES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
AUTRES	38	30	6	96	143	94	0	0	0	209	209	1059	2678	3771	6147	7576		
RESERVES A/S BANQUE CENTR.	1565	1813	2030	2275	2585	3023	3653	4176	4859	6010	9159	14214	18579	22949	28241	32519		
MOYENS PAIEM. INTERM. (**)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
OR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
ACTIONS (***)	546	723	994	1059	1256	1459	1593	1774	2203	2728	3545	4810	4908	4628	5779	8349		
	29763	34598	40161	46326	53355	61236	71790	87287	106607	122610	142454	170118	202837	244268	290488	338964		
D E T T E S																		
MONTAIE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
DEROITS	20152	23451	26933	30769	34696	39518	46230	55788	66996	79310	96836	117176	143576	176151	213001	246969		
BONS NEGOCIABLES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	51		
CREDITS	3670	4171	5120	6188	7965	9772	11262	15211	21065	22459	21556	23786	28359	33376	39167	48446		
OBLIGATIONS (+)	3024	3509	4000	4623	5207	5541	6650	8520	10230	9264	7851	7657	7026	7121	7301	7396		
RESERVES TECHNIQUES	1142	1318	1530	1762	1990	2219	2518	2909	3356	3862	4443	5144	5973	6863	7896	9217		
AUTRES	863	1011	1331	1613	1997	2458	3123	3350	3609	5156	3177	0	2431	3953	1522	0		
RESERVES A/S BANQUE CENTR.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
MOYENS PAIEM. INTERM. (**)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
OR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
ACTIONS (***)	1294	1567	1805	2091	2392	2708	3107	3612	4474	5547	7172	9014	10056	12023	13259	16620		
	30145	35028	40720	47046	54249	62217	72891	86392	109730	125600	140036	162778	197423	239488	282147	328701		
A C T I F (+) O U P A S S I F (-) NET																		
A) TOTAL	382	430	559	720	894	980	1101	2105	3123	2990	2417	7339	9414	4780	8340	10262		
B) SANS ACTIONS ET OR	366	414	313	311	242	268	413	267	853	170	5944	11543	10562	12174	15820	18534		

(*) AU PRIX DU MARCHÉ; (**) A L'EXCEPTION DE L'OR; (***) AU PRIX DU MARCHÉ

Tableau A4

ACTIFS ET PASSIFS FINANCIERS
MOYENNE DES EXERCICES DE FIN D'ANNEE - MRD. LIT.

SECTEUR: ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (Y COMPRENS BANQUE CENTRALE)

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
C R E A N C E S																
MONNAIE	5	15	28	24	16	14	17	23	34	38	33	31	34	43	53	58
DEPOTS	579	1129	1434	1500	1589	1755	2459	2918	4215	5407	5710	7265	9860	15438	23527	30884
BONS NEGOCIABLES	756	660	599	370	176	338	618	589	448	832	628	764	2921	4717	4974	5181
CREDITS	5673	5254	6065	7687	8633	8716	8313	9334	12174	16320	22901	27196	32351	36496	40609	47011
OBLIGATIONS (*)	1534	1792	1872	1921	1911	1818	2120	2497	2722	2735	2789	2970	3318	3753	3972	4466
RESERVES TECHNIQUES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AUTRES	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2
RESERVES A/S BANQUE CENTR.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MOTENS PALM. INTERNAT. (**)	217	448	539	549	549	379	290	390	408	271	105	73	103	185	360	547
OR	1409	1505	1504	1663	1837	1826	1803	1802	1803	1804	1804	4979	8984	10853	14017	25155
ACTIFS (***)	1272	1561	1850	2169	2517	2832	3392	4193	5124	5928	6741	8183	10081	13185	15526	19064

11547	12365	13894	15878	17229	17680	19013	22347	26931	33336	40712	51464	67655	84672	103040	132369
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--------	--------

D E T T E S

MONNAIE	4220	4597	5059	5465	5958	6583	7188	8266	9659	10885	12351	14100	15941	18525	21689	25143
DEPOTS	4613	5777	6372	7510	8270	8957	9964	11768	15205	18951	21931	26788	29879	33596	39748	43795
BONS NEGOCIABLES	1913	2063	2103	2134	2097	2023	2512	3495	4339	5629	7383	8911	17166	29343	38942	57014
CREDITS	4238	3719	3307	4199	4660	5133	5998	7822	10440	15192	22475	31049	37235	36914	33833	34782
OBLIGATIONS (*)	2522	3176	3838	4648	5196	5132	5860	7330	8279	8030	9740	12313	16765	28095	41139	45250
RESERVES TECHNIQUES	1692	1911	2181	2460	2757	3074	3436	3810	4066	4446	5091	5884	6509	8108	9334	10892
AUTRES	433	418	520	682	838	1111	1294	1375	1532	1933	1232	235	5090	11095	16477	32561
RESERVES A/S BANQUE CENTR.	1565	1813	2030	2275	2585	3023	3653	4176	4859	6010	9159	14214	18579	22949	28241	32519
MOTENS PALM. INTERNAT. (**)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ACTIFS (***)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	695	1656	1288	998	1599	2303

21198	23476	26012	29374	32363	35039	39904	48044	58381	71077	90058	115152	148853	188563	231004	284261
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--------	--------	--------	--------	--------

ACTIF (+) OU PASSIF (-) NET

A) TOTAL

B) SANS ACTIONS ET OR

(*) AU PRIX DU MARCHE;

(**) A L'EXCEPTION DE L'OR;

(***) AU PRIX DU MARCHE

ACTIF (+) CU PASSIF (-) NET																
A) TOTAL	9651	11110	12118	13496	15134	17359	20891	25697	31450	37741	43346	49346	53688	58198	63891	67963
B) SALES ACTIONS ET OR	12333	14177	15473	17329	19489	22017	26086	31692	38377	45473	57196	75194	98975	126992	155907	193809

Tableau A5 ACTIFS ET PASSIFS FINANCIERS
MOYENNE DES EXERCICES DE FIN D'ANNEE - MTD. LTD.

SUBTITRE	RESTE DU MONDE	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
C R E A N C E S																	
MONTAIRE		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DEPOTS		40	23	23	24	64	68	41	59	147	141	190	419	553	650	677	703
BONS NEGOCIABLES		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CREDIT		2495	3221	3820	4297	5437	7749	10177	13538	19203	22333	23318	27789	33883	37544	41290	55570
OBLIGATIONS (*)		40	49	46	44	51	54	61	76	88	91	79	57	84	132	358	588
RESERVES TECHNIQUES		48	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AUTRES		289	353	229	265	182	0	0	0	0	0	143	291	295	278	286	307
RESERVES A/S BANQUE CENTR.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MOYENS PAIEM. INTERNAT. (**)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OR		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ACTIONS (***)		2317	2753	3130	3315	3743	4131	4214	4673	5441	6063	6845	7365	7592	7682	8387	10955
		5229	6400	7249	7947	9478	12002	14494	18347	24879	28629	30576	35922	42408	46287	51000	68124

D E T T E S																	
MONTAIRE		10	10	10	10	11	13	13	16	18	19	23	26	27	20	15	14
DEPOTS		322	364	594	826	874	1060	1384	1551	1254	919	866	1081	1963	3120	6344	11860
BONS NEGOCIABLES		780	689	644	436	238	423	733	646	448	832	628	764	2921	4717	4973	5162
CREDIT		1325	2405	3359	4249	5649	7639	9627	12794	17432	16429	14299	15343	16473	20599	27564	38576
OBLIGATIONS (*)		404	623	751	904	937	878	981	1271	1664	1516	1503	1599	1678	1916	2085	2071
RESERVES TECHNIQUES		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AUTRES		2327	2258	2300	2781	3688	4563	4912	5440	6227	7085	7961	8391	8446	8445	8440	8738
RESERVES A/S BANQUE CENTR.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MOYENS PAIEM. INTERNAT. (**)		217	448	539	542	549	379	290	390	408	271	105	73	103	185	360	547
OR		1409	1505	1504	1663	1837	1826	1803	1902	1803	1804	1804	4979	8984	10853	14017	25155
ACTIONS (***)		945	964	1022	1292	1587	2011	2279	2606	2934	3111	3332	3468	3572	4844	5907	6942
		7742	9269	10724	12705	15370	18794	22025	26518	32189	32087	30523	35726	44169	54702	69705	99067
ACTIF (+) OU PASSIF (-) NET																	
A) TOTAL		2512	2869	3475	4758	5892	6792	7530	8170	7310	3458	53	196	1761	8414	18705	30943
B) SANS ACTIONS ET OR		2475	3152	4079	5118	6211	7086	7662	8435	8013	4606	1656	1278	3204	399	7169	9801

(*) AU PRIX DU MARCHE; (**) A L'EXCEPTION DE L'OR; (***) AU PRIX DU MARCHE

Tableau A6

Cours des obligations¹

	Titres d'Etat	régies ² auton.	instituts spéciaux de crédit	autres obligations ³	entreprises industrielles
1964	99.10	99.10	90.68	87.21	87.21
1965	100.19	100.19	93.29	92.63	92.63
1966	99.48	99.48	94.36	95.60	94.24
1967	99.29	95.40	93.71	95.05	93.27
1968	99.17	96.04	94.57	95.11	93.53
1969	95.96	92.53	90.81	89.21	87.67
1970	90.15	86.02	84.77	83.66	81.19
1971	95.61	92.48	90.38	90.96	89.36
1972	96.82	93.94	93.90	91.92	89.85
1973	96.15	95.67	93.98	92.51	91.89
1974	85.52	76.69	76.07	73.91	72.88
1975	91.51	78.13	79.25	80.30	79.13
1976	86.64	76.01	70.65	76.45	71.15
1977	90.84	78.71	71.58	79.23	73.58
1978	94.92	83.74	74.86	85.21	76.20
1979	94.96	83.38	74.66	85.38	74.94
1980	91.78	81.76	71.74	83.28	72.38

¹ cours moyens de décembre, pondérés sur base du montant des titres en circulation

² "aziende autonome"

³ entreprises industrielles, IRI, ENI, ENEL et communes. Moyenne pondérée d'après les montants en circulation

Tableau A7 - Structure du portefeuille des obligations détenues par les secteurs

	Ménages				Entreprises				Crédit et Assurances				Administrations publiques				Reste du monde			
	a	c	d		a	c	d		a	d			b	c	d		a	d		
1964	26	44	30		50	50	0		50	50			2	53	45		8	92		
1965	26	46	28		63	37	0		50	50			5	49	46		12	88		
1966	30	43	27		61	39	0		55	45			1	43	56		11	89		
1967	32	43	25		60	40	0		57	43			11	44	45		19	81		
1968	29	44	27		51	49	0		62	38			13	40	47		21	79		
1969	28	45	27		50	50	0		59	41			23	44	33		15	85		
1970	25	47	28		49	51	0		60	40			28	42	30		8	92		
1971	22	53	25		49	51	0		66	34			35	35	30		4	96		
1972	20	54	26		49	51	0		67	33			37	35	28		8	92		
1973	17	59	24		29	33	38		63	37			41	33	26		7	93		
1974	16	58	26		31	36	33		63	37			41	29	30		4	96		
1975	22	51	27		29	33	38		65	35			39	32	29		5	95		
1976	26	48	26		29	33	38		61	39			38	30	32		0	100		
1977	32	45	23		28	33	39		69	31			43	24	33		0	100		
1978	48	34	18		33	39	28		75	25			39	24	37		0	100		
1979	57	28	15		36	42	22		79	21			33	33	34		0	100		
1980	58	27	15		70	13	17		77	23			24	47	29		0	100		

a titres d'Etat

b obligations des entreprises autonomes de l'Etat

c obligations des instituts spéciaux de crédit

d autres obligations

Tableau A 8: Gains et pertes résultant de l'inflation (sur encours monétaires nets moyens
- déflateur: prix à la consommation) Mrd Lit. - prix courants.

	Pertes			Gains				Etat Statistique
	Ménages	Crédit et assurances	Total	Entreprises	Administr. publiques	Reste du monde	Total	
1965	778	12	790	329	407	82	818	-28
1966	623	10	633	257	326	73	656	-23
1967	941	9	950	404	464	122	990	-40
1968	361	3	364	154	173	51	378	-14
1969	1 720	10	1 730	736	819	261	1 816	-86
1970	2 456	14	2 470	1 079	1 167	376	2 622	-152
1971	2 475	19	2 964	1 114	1 200	352	2 666	-172
1972	4 709	-20	4 689	1 977	2 345	624	4 946	-257
1973	9 244	-107	9 137	3 815	4 797	1 002	9 614	-477
1974	20 558	-42	20 516	9 593	11 141	1 128	21 862	-1 346
1975	11 070	666	11 736	5 427	6 406	185	12 018	-282
1976	26 185	2 540	28 725	12 206	16 543	-281	28 468	257
1977	18 212	1 341	19 553	7 878	12 570	-407	20 041	-488
1978	20 356	1 412	21 768	8 024	14 731	46	22 801	-1 033
1979	39 996	2 974	42 970	13 789	29 311	1 348	44 448	-1 478
1980	53 850	3 948	57 798	18 088	41 281	2 088	61 457	-3 659

Mrd. Lit., prix constants de 1975, déflateur: prix implicites de la consommation privée

1965	1 622	25	1 647	685	848	170	1 703	-56
1966	1 260	19	1 279	521	660	147	1 328	-49
1967	1 849	18	1 867	794	912	240	1 946	-79
1968	699	6	705	299	336	99	734	-29
1969	3 240	19	3 259	1 386	1 542	491	3 419	-160
1970	4 401	26	4 427	1 934	2 091	673	4 698	-271
1971	4 201	32	4 233	1 892	2 037	598	4 527	-294
1972	7 522	-32	7 490	3 158	3 746	997	7 901	-411
1973	13 131	-151	12 980	5 419	6 814	1 423	13 656	-676
1974	24 158	-49	24 109	11 272	13 092	1 326	25 690	-1 581
1975	11 070	666	11 736	5 427	6 406	185	12 018	-282
1976	22 172	2 150	24 322	10 336	14 007	-238	24 105	217
1977	13 046	961	14 007	5 644	9 004	-291	14 357	-350
1978	12 925	897	13 822	5 094	9 353	29	14 476	-654
1979	22 073	1 641	23 714	7 610	16 176	744	24 530	-816
1980	24 713	1 812	26 525	8 301	18 945	958	28 204	-1 679

Bibliographie *)

J.S. Alwort et F. Fornasari, 1982, "I profitti nell'industria italiana: note metodologiche e stime empiriche 1969-1980", Rivista di politica economica n° 10, p. 1111-1149

J. P. Baché, 1983, "Actifs financiers et distorsions des flux sectoriels dues à l'inflation: le cas de la France", CEE, Economic Papers N° 21

L. Barbone, G. Bodo et I. Visco, 1981, "Costi e profitti nell'industria in senso stretto: un'analisi su serie trimestriali 1970-1980", Bollettino della Banca d'Italia, janvier-décembre, p. 5-48.

C. Caranza et M. Villani, 1981, "Saldi finanziari "reali": un tentativo di stima per l'Italia", Banca d'Italia, Servizio Studi, note interne, avril.

B. Connolly, 1983, "Monetary assets and inflation induced distorsions of the national accounts: the case of UK", Economic Papers (à paraître).

R. Convelevole, 1977, Processo inflazionistico e redistribuzione del reddito. La dinamica del salario relativo e del saggio di surplus nelle industrie manifatturiere, Einaudi, Torino.

F. Cotula et M. Caron, 1971, "I conti finanziari dell'Italia. Dimensioni e struttura della ricchezza e del risparmio finanziario dell'economia", Bollettino della Banca d'Italia, n° 6, p. 837-919.

F. Cotula et P. De'Stefani (sous la direction de), 1979, La politica monetaria in Italia: istituti e strumenti, Il Mulino, Bologna.

F. Cotula et R. Masera, 1980, "Private savings, public deficits and the inflation tax", Review of economic conditions in Italy n° 3 p. 513-545.

A. Cukierman, K. Lennan et F. Papadia, 1983, "Inflation caused redistributions in five European countries: 1974-1981", Economic Papers, à paraître

A. Cukierman et J. Mortensen, 1983, "Monetary assets and inflation induced distorsions of the national accounts. Conceptual issues and correction of sectoral income flows in five EEC countries", Economic Papers N° 15

A. Donia Sofio (sous la direction de), 1982, Inflazione e classi sociali. Chi guadagna e chi perde, Savelli, Milano.

K. Lennan, 1983, "Monetary assets and inflation induced distorsions of the national accounts : the case of Belgium", Economic Papers, N° 20

G. Ragazzi, 1976, "Contabilità dell'inflazione e redditività reale delle imprese italiane", Rivista di politica economica, n° 7, p. 1303-1327.

*) Dans cette bibliographie sont omis les essais de caractère général sur la "comptabilité d'inflation" car ils figurent dans le rapport général (Cukierman et Mortensen 1983).

A. Reati, 1982, "Taux de profit et cycles de la production dans l'industrie italienne au cours des trente dernières années", CCE, doc. II/63/82, (polycopié) février.

H. Wittelsberger, 1983, "Monetary assets and inflation induced distortions of the national accounts: the case of Germany", Economic Papers n° 25.

Economic Papers

The following papers have been issued. Copies may be obtained by applying to the address mentioned on the inside front cover.

- Nº. 1 EEC-DGII inflationary expectations. Survey based inflationary expectations for the EEC countries, by F. Papadia and V. Basano (May 1981).
- Nº. 3 A review of the informal economy in the European Community, by Adrian Smith (July 1981).
- Nº. 4 Problems of interdependence in a multipolar world, by Tommaso Padoa-Schioppa (August 1981).
- Nº. 5 European Dimensions in the Adjustment Problems, by Michael Emerson (August 1981).
- Nº. 6 The bilateral trade linkages of the Eurolink Model : An analysis of foreign trade and competitiveness, by P. Ranuzzi (January 1982).
- Nº. 7 United Kingdom, Medium term economic trends and problems, by D. Adams, S. Gillespie, M. Green and H. Wortmann (February 1982).
- Nº. 8 Où en est la théorie macroéconomique, par E. Malinvaud (June 1982).
- Nº. 9 Marginal Employment Subsidies : An Effective Policy to Generate Employment, by Carl Chiarella and Alfred Steinherr (November 1982).
- Nº.10 The Great Depression : A Repeat in the 1980s ?, by Alfred Steinherr (November 1982).
- Nº.11 Evolution et problèmes structurels de l'économie néerlandaise, par D.C. Breedveld, C. Depoortere, A. Finetti, Dr. J.M.G. Pieters et C. Vanbelle (Mars 1983).
- Nº.12 Macroeconomic prospects and policies for the European Community, by Giorgio Basevi, Olivier Blanchard, Willem Buiter, Rudiger Dornbusch and Richard Layard (April 1983).
- Nº.13 The supply of output equations in the EC-countries and the use of the survey-based inflationary expectations, by Paul De Grauwe and Mustapha Nabli (May 1983).

- N°13 The supply of output equations in the EC-countries and the use of the survey-based inflationary expectations, by Paul De Grauwe and Mustapha Nabli (May 1983).
- N°14 Structural trends of financial systems and capital accumulation : France, Germany, Italy, by G. Nardozzi (May 1983).
- N°15 Monetary assets and inflation induced distortions of the national accounts - conceptual issues and correction of sectoral income flows in 5 EEC countries, by Alex Cukierman and Jorgen Mortensen (May 1983).
- N°16 Federal Republic of Germany. Medium-term economic trends and problems, by F. Allgayer, S. Gillespie, M. Green and H. Wortmann (June 1983).
- N°17 The employment miracle in the US and stagnation employment in the EC, by M. Wegner (July 1983).
- N°18 Productive Performance in West German Manufacturing Industry 1970-1980; A Farrell Frontier Characterisation, by D. Todd (August 1983).
- N° 19 Central-Bank Policy and the Financing of Government Budget Deficits : A Cross-Country Comparison, by G. Demopoulos, G. Katsimbris and S. Miller (September 1983).
- N° 20 Monetary assets and inflation induced distortions of the national accounts. The case of Belgium, by Ken Lennan (October 1983).
- N° 21 Actifs financiers et distorsions des flux sectoriels dues à l'inflation : le cas de la France, par J.-P. Baché (octobre 1983).
- N° 22 Approche pragmatique pour une politique de plein emploi : les subventions à la création d'emplois, par A. Steinherr et B. Van Haeperen (octobre 1983).
- N° 23 Income Distribution and Employment in the European Communities 1960 - 1982, by A. Steinherr (December 1983).
- N° 24 U.S. Deficits, the dollar and Europe, by O. Blanchard and R. Dornbusch (December 1983).
- N° 25 Monetary assets and inflation induced distortions of the national accounts. The case of the Federal Republic of Germany, by H. Wittelsberger (January 1984).
- N° 26 Actifs financiers et distorsions des flux sectoriels dues à l'inflation : le cas de l'Italie, par A. Reati (janvier 1984).